



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UBIRAJARA VIDAL RITA**

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA CONTRIBUIÇÃO PARA O  
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

**FLORIANÓPOLIS  
2008**

**UBIRAJARA VIDAL RITA**

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA CONTRIBUIÇÃO PARA O  
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador: Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira**

**FLORIANÓPOLIS  
2008**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UBIRAJARA VIDAL RITA**

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA CONTRIBUIÇÃO PARA O MERCADO  
DE CAPITAIS BRASILEIRO**

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota **9,0** ao aluno **Ubirajara Vidal Rita**, matrícula 05106885 na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professor Orientador: Ricardo José Araújo de Oliveira  
Presidente

---

Professor: Armando de Melo Lisboa  
Membro

---

Professor: Felipe Wolk Teixeira  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos os professores do curso de economia por seus ensinamentos. Meus sinceros agradecimentos ao Professor Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira, orientador, professor e amigo, que sempre esteve do meu lado incentivando-me e acreditando no meu potencial.

À minha namorada, Juliana Mikolaiczuk, pelo total apoio e carinho concedido nessa difícil etapa da vida, assim como a toda minha família e amigos, que estão sempre presentes. Agradeço também a toda a sociedade brasileira que, através dos impostos, contribui para a educação pública no Brasil.

Obrigado a todos!

*“O valor das coisas não está no tempo em que elas duram,  
mas na intensidade com que acontecem.  
Por isso existem momentos inesquecíveis,  
coisas inexplicáveis e pessoas incomparáveis”*

**Fernando Sabino**

## **LISTA DE ABREVIATURAS DE SIGLAS**

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas

ADR's - American Depositary Receipt

AS(s) - Sociedade (s) Anônima (s)

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EUA - Estados Unidos da América

GC - Governança Corporativa

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA - Índice BOVESPA

IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores

IGC - Índice de Governança Corporativa

NEI - Nova Economia Institucional

NM - Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PND - Programa Nacional de Desestatização

SEC - Securities Exchange Commission

SOX - Lei Sarbanes-Oxley

SPC - Secretaria de Previdência Complementar

USGAAP - Financial Accounting Standards Board

## RESUMO

O presente trabalho objetiva descrever, a partir do conflito entre administradores e acionistas, o conceito e a evolução histórica da Governança Corporativa (GC), defendendo sua contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo o mercado de ações. Buscando evitar que os administradores ou acionistas controladores das empresas tirem vantagem em benefício próprio, prejudicando os acionistas em geral, surge nos anos 80, nos Estados Unidos, os ensinamentos teóricos da GC. Esta utiliza políticas que forneçam ao acionista, informações transparentes das estratégias de mercado da empresa e dos atos de seus administradores. Para proteger os acionistas pela má conduta da empresa, foram aprimorados mecanismos na GC, como o Conselho de Administração e o mercado de aquisição hostil. No mundo predominam dois modelos de GC: o anglo-saxão, com um viés *shareholder*, que vigora principalmente, nos Estados Unidos e no reino Unido e o nipo-germânico, que tem um viés *stakeholder*, presente na Europa Ocidental e no Japão. Em nosso país onde o mercado de capitais durante muito anos teve pouca credibilidade, a GC surge para dar mais proteção legal aos acionistas minoritários. A maioria das empresas de capital aberto nacionais, possuem a maioria de suas ações com direito a voto nas mãos do acionista controlador. Para resolver isso e acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é que a Bolsa de Valores de São Paulo, criou os seguimentos diferenciados de GC, divididos em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

**Palavras-chave: Economia, Governança Corporativa, Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais.**

## **ABSTRACT**

This study aimed to describe, from the conflict between directors and shareholders, the concept and historical evolution of Corporate Governance (CG), defending its contribution to the development of the Brazilian capital market, especially the stock market. Seeking to prevent directors or controlling shareholders of companies take advantage on their own, to the detriment of the shareholders in general, comes in the '80s, the United States, the theoretical lessons of the GC. This uses policies that provide the shareholder, transparent information of the company's market strategies and actions of its officers. To protect the shareholders by the misconduct of the company, improved mechanisms were in the GC, as the Board and the market for hostile takeover. Two models dominate the world of CG: the Anglo-Saxon, with a bias shareholder, which exists mainly in the United States and the United Kingdom and the Japanese-German, who has a bias stakeholder, present in Western Europe and Japan In our country where the capital market for many years had little credibility, the GC appears to give more legal protection to minority shareholders. Most businesses open national capital, have the majority of its shares with voting rights in the hands of the controlling shareholder. To resolve this and accelerate the development of the capital market is that the Brazilian Bolsa de Valores de Sao Paulo, wrote the follow-differentiated, GC, divided into Level 1, Level 2 and New Market.

**Key-Words: Economy, Corporate Governance, Corporations, Capital Markets.**

# SUMÁRIO

	CAPÍTULO I.....	13
1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1	Tema e problema .....	14
1.2	OBJETIVOS.....	17
1.2.1	Objetivo Geral .....	17
1.2.2	Objetivos Específicos .....	17
1.3	METODOLOGIA.....	18
	CAPÍTULO II.....	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1	Separação entre propriedade e controle.....	19
2.2	Teoria da Agência.....	23
2.3	Economia dos custos de transação .....	25
	CAPÍTULO III .....	28
3	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E SUA CONJUNTURA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	28
3.1	Mecanismos da Governança Corporativa.....	28
3.1.1	Os Conselhos Administrativos .....	28
3.1.2	A estrutura de propriedade .....	29
3.1.3	Mercado de aquisição hostil .....	29
3.2	Os modelos clássicos de Governança Corporativa.....	29
3.2.1	O sistema de Governança Corporativa nos Estados Unidos.....	31
3.2.2	O sistema de Governança Corporativa na Europa.....	32
3.2.3	O sistema de Governança Corporativa no Japão.....	33
3.3	O mercado brasileiro e a Governança Corporativa .....	33
3.4	Inovações do conceito de G C no Brasil .....	36
3.5	BOVESPA e os índices diferenciados.....	37
3.5.1	Os níveis diferenciados e o Novo Mercado da BOVESPA.....	38
3.5.1.1	Nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA .....	39
3.5.1.2	Nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA .....	41
3.5.1.3	O Novo Mercado da BOVESPA .....	43
3.5.1.4	O Índice de Governança Corporativa .....	47

	CAPÍTULO IV .....	49
4	CONTRIBUIÇÃO DA GC PARA O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	49
4.1	A GC e seus reflexos na legislação .....	52
	CAPÍTULO V .....	54
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES .....	54
	REFERÊNCIAS .....	56

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Evolução do IGC e IBOVESPA de 2001 até outubro de 2008 .....	48
--	----

## **LISTA DE TABELAS E QUADROS**

Tabela 1 - Linha do tempo a Governança Corporativa no mundo entre 1995 e 2006.....	30
Tabela 2 - Linha do tempo a Governança Corporativa no Brasil entre 1995 e 2006 .....	35
Quadro 1 – Listagem das Empresas do Nível 1 de GC da BOVESPA.....	40
Quadro 2 – Listagem das Empresas do Nível 1 de GC da BOVESPA .....	42
Quadro 3 – Listagem das Empresas do NM da BOVESPA.....	44

# CAPÍTULO I

## 1 INTRODUÇÃO

Entre os agentes envolvidos com o mercado de capitais brasileiro um assunto em particular tem ganho destaque nos últimos anos: é a chamada Governança Corporativa (GC). Esta se insere nos debates acerca do tema do desenvolvimento do mercado de capitais nacional, com destaque para o mercado acionário e seu papel no crescimento econômico.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), coloca que o tema da GC tem um crescimento exponencial em termos de importância, pois com a privatização de boa parte das empresas estatais latino-americanas, a promoção do bem estar social e econômico fica cada vez mais a cargo do setor privado (OCDE, 2003).

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a GC auxilia a decisão de investimentos, pois dá aos acionistas a possibilidade de verificar as formas de atuação dos gestores e o desempenho da empresa. O objetivo é que, por meio desta, os investidores tenham uma maior proteção contra desvios de conduta que, porventura, os indivíduos que detêm o controle administrativo da companhia possam tomar em detrimento da maioria. Com isto, espera-se que o valor da empresa seja aumentado, porque as boas práticas de GC tendem a reduzir o custo de capital e tornam, assim, o mercado de capitais nacional uma alternativa viável de captação de recursos (CVM, 2002).

Como argumentam Cavalcante e Misumi (2001), uma empresa que tem uma boa política de divulgação de informações reduz o risco de investimento e valoriza suas ações no mercado secundário. Isto ocorre, porque quando os acionistas se sentirem mais seguros em relação ao rumo dos negócios passarão a exigir menores retornos sobre o capital investido. Além disso, esses podem se dispor a reinvestir os lucros conquistados, tornando-se uma fonte quase que permanente de capitalização da empresa.

Ao elevar o nível de confiança dos investidores a GC incentiva o desenvolvimento e a eficiência do mercado de capitais brasileiro. Segundo Assaf (1999), economias desenvolvidas, tradicionalmente, costumam apresentar um sistema financeiro de qualidade que promove uma alocação eficiente de recursos entre poupadores e investidores viabilizando o crescimento econômico.

Segundo coloca Carvalho et alli (2000), os mercados de capitais das economias subdesenvolvidas (ou em desenvolvimento, emergentes) têm pequeno impacto sobre a atividade econômica e a acumulação de capital.

Esses mercados só serão viáveis, argumenta o autor, quando as características relacionadas aos ativos negociados forem transparentes. Isto ocorre, quando estes obedecem a certas regras de padronização, com métodos comuns de avaliação e informação pública. Balanços contábeis padronizados, transparentes e confiáveis contribuem para isso. Empresas familiares tradicionalmente fechadas têm de mudar seus métodos para ter acesso a essa fonte de recursos.

Portanto, o interesse da pesquisa deriva do fato de encontrar uma maneira que proporcione ao acionista um monitoramento mais efetivo da empresa, dando maior segurança ao primeiro e maior credibilidade a última. Esse fato pode levar a um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional e a um possível crescimento da economia brasileira.

## **1.1 Tema e problema**

Este trabalho busca responder e discutir as seguintes questões: como a GC pode auxiliar os investidores minoritários no conflito com os controladores e os acionistas em geral no conflito com os administradores? De que forma esta pode contribuir para o maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?

As transformações no cenário econômico mundial e brasileiro nos últimos anos tiveram impactos significativos no mercado de capitais nacional.

Dentre as principais mudanças inerentes ao sistema econômico mundial destaca-se a chamada “globalização financeira”; que, aliada ao desenvolvimento dos sistemas de computadores e da tecnologia de comunicação, aceleraram a junção das operações nos diversos mercados de capitais do planeta.

Caminhando nessa linha de pensamento Carvalho et alli (2000), acrescenta ainda, que o processo de globalização financeira implicou em uma conseqüente redução das diferenças de natureza legal e institucional entre as diversas economias espalhadas pelo mundo.

Na parte que cabe a economia brasileira deve-se dar atenção a duas grandes mudanças, mais especificamente, que transformaram o comportamento desse mercado de capitais.

A primeira foi o chamado Programa Nacional de Desestatização (PND), que privatizou grande parte das empresas estatais. A segunda mudança significativa foi à permissão do ingresso de investidores estrangeiros nas Bolsas de Valores no início da década de 1990.

Foram importantes alterações estruturais experimentadas pela economia brasileira desde o início da década de 1990, e que obrigaram as empresas a se adaptarem a um ambiente de negócios cada vez mais competitivo.

É neste contexto que se insere um dos temas mais comentados atualmente no mercado de capitais brasileiro: a chamada Governança Corporativa. Esta se constitui, basicamente, na aplicação de políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos, tenham objetivos que caminhem na mesma direção dos sócios-proprietários.

A GC surge para tentar superar vários problemas existentes nos mercados de capitais de todo o mundo. Uma das principais falhas que surgem nesses mercados é o chamado conflito de agência (ou conflito entre agente e principal). Segundo Pindyck e Rubinfeld (1999), este surge quando o titular da propriedade delega a um terceiro o poder de decisão sobre a administração da mesma. Porém, nem sempre os interesses do titular desta estão alinhados com os do administrador e, disto deriva tal conflito.

Como argumenta Carvalho et alli (2000), os mercados operam livremente, sem falhas, quando várias condições são cumpridas, dentre elas a disponibilização livre e gratuita de todas informações relevantes a todas as partes envolvidas na transação. Entretanto, quando a informação é distribuída de forma assimétrica tem-se uma situação semelhante a de um monopólio. Nisso, uma das partes pode extrair vantagens em detrimento da outra, descaracterizando um mercado que poderia vir a ser perfeitamente competitivo.

Diante disso, inicia-se em meados dos anos 1980, nos Estados Unidos, o movimento em favor da GC. Este veio, por intermédio de pressões implementadas pelos investidores institucionais principalmente fundos mútuos, de pensão e seguradoras e, espalhou-se posteriormente para a Europa e Japão.

Os investidores institucionais constituem um grupo bastante emergente no quadro atual dos mercados de capitais. Segundo Carvalho et alli (2000), estes costumam aplicar seu capital em empresas que lhe ofereçam um risco compatível com uma boa rentabilidade de longo prazo. Isto ocorre, porque algumas dessas instituições possuem passivos de longo prazo, o que lhes permite aplicar em períodos igualmente longos, em ações e bônus, por exemplo.

Por isso empresas com melhor administração tornam-se mais atraentes para este tipo de investidor. Para que possam descobrir quais empresas são melhor administradas esses investidores necessitam de informações que nem sempre são visualizadas nos balanços patrimoniais das mesmas.

Carvalho et alli (2000), ressalta que a existência de investidores institucionais além de facilitar a existência de mercados de capitais robustos, também estimula a eficiência e a profundidade dos mesmos. Estes facilitam o casamento entre as aplicações financeiras, pois suas aplicações têm prazos normalmente compatíveis com os requeridos pelo sistema produtivo.

É a partir das transformações ocorridas na economia brasileira nesse período e, dentro do debate sobre o subdesenvolvimento do mercado de capitais nacional, que é dado “o primeiro passo” do movimento em favor da GC no Brasil. Esse refere-se a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que, em 1995, lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (LODI, 2000).

Mas, a pedra fundamental do movimento em favor da GC no Brasil deu-se no mês de dezembro de 2000. Neste período foi criado o chamado Novo Mercado (NM) da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Além do NM, a BOVESPA criou os chamados níveis diferenciados de GC, divididos entre os níveis 1 e 2. A criação desses segmentos visa, dentre outros motivos, dar mais credibilidade ao mercado de capitais nacional, através do aumento considerável da transparência nas atitudes das empresas de capital aberto.

Estes estão inseridos em um contexto que tem entre seus principais objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Para isso é fundamental que o referido mercado seja líquido. E para trazer esse aporte de liquidez é de extrema valia que seja atraído um investidor que está, até então, “a margem” do mercado; o pequeno investidor.

O investidor minoritário geralmente tem dificuldades de perceber claramente a conduta seguida pela empresa da qual é ou pretende ser acionista. Assim, fica complicado para o “minoritário” escolher a opção que preenche mais adequadamente o seu perfil.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Descrever o conceito e a evolução da chamada Governança Corporativa através dos tempos, partindo do conflito entre administradores e acionistas, mostrando como esta pode contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, com ênfase no mercado de ações.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

a) Apresentar um referencial teórico abordando os pressupostos relacionados aos problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle nas Sociedades Anônimas (SAs);

b) Discutir a Governança Corporativa apresentando pesquisas que representam uma contextualização geral acerca desse tema, haja vista a crescente importância do assunto no Brasil;

c) Apresentar os modelos de Governança Corporativa de alguns países com mercados de capitais mais sofisticados, comparando-os, a fim de servir como aprendizado para a experiência brasileira;

d) Demonstrar as condições estruturais do mercado acionário brasileiro e como a Governança Corporativa pode contribuir para o desenvolvimento do referido mercado.

### 1.3 METODOLOGIA

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, de cunho essencialmente bibliográfico, pois objetiva analisar os principais impactos da adoção das boas práticas de Governança Corporativa por algumas empresas no mercado de capitais brasileiro.

Para o estudo do tema proposto, será utilizada a abordagem qualitativa de pesquisa, que será complementada com a utilização de dados quantitativos que surgirão durante seu desenvolvimento.

Em relação ao cumprimento do primeiro objetivo, no qual busca-se apresentar um referencial teórico acerca dos problemas derivados da separação entre propriedade e controle nas Sociedades Anônimas (SAs), recorre-se a fontes bibliográficas, tendo por base estudos derivados do campo de pesquisa do direito econômico, através de autores como Berle e Means (1984). Posteriormente utiliza-se o arcabouço teórico da microeconomia moderna, através da teoria da agência e dos conflitos entre agente e principal. Além disso, faz-se um breve estudo da Nova Economia Institucional (NEI), por meio do pensamento de Oliver Williamson, tendo por base as idéias de Ronald Coase e da economia dos custos de transação. Esses estudos servirão como “ponto de partida” para a análise da GC aplicada as finanças empresariais e ao mercado de capitais.

O segundo objetivo será cumprido ao longo do trabalho através da apresentação das diversas formas de se interpretar o conceito de GC, desde uma perspectiva ortodoxa até uma visão crítica. É preciso esclarecer, que quando se fala em GC aplicada ao caso brasileiro, está se referindo as práticas que protegem as partes diretamente afetadas pela conduta da empresa, considerando GC e boas práticas de GC como conceitos semelhantes.

Para atender ao terceiro objetivo específico serão utilizadas dissertações de mestrado, livros e revistas que tem relação direta com tema. Por meio destes, são demonstradas as diferentes formas pelas quais as questões referentes à GC foram encaradas pelo mundo, visando extrair os pontos que podem ser utilizados na análise do caso brasileiro.

Finalmente, em relação ao cumprimento do quarto objetivo, que visa demonstrar as contribuições da GC para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, são utilizados livros que se referem à estrutura do mercado de ações nacional como Goldsmith (1986), além de artigos, revistas especializadas, dissertações, entre outros. Também são usados dados obtidos através de fontes secundárias em agentes especializados como a BOVESPA.

## CAPÍTULO II

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Ao longo do tempo a estrutura e a administração dos empreendimentos ganham novas formas, procurando uma melhor adaptação ao cenário econômico no qual estão inseridos. É o que se percebe ao serem analisadas as transformações que ocorreram e seguem em curso desde a Revolução Industrial.

A conjuntura mundial impõe dias de escassez de recursos a quase todos os mercados ao tempo em que imputa desafios cada vez mais limítrofes à exaustão levando as empresas a redefinirem suas políticas e posturas, como única forma de atuarem de maneira viável, coordenada e com horizontes factíveis.

Partindo dessa perspectiva autores como Berle e Means, Jensen e Meckling, Williamson, dentre outros apresentam os problemas e propõem soluções, que equilibrem os conflitos de interesses que surgem nas SAs e se espraiam para todo o mundo externo as empresas. Um pouco desta dialética será descrita a seguir.

#### 2.1 Separação entre propriedade e controle

Nos períodos anteriores a Revolução Industrial a maior parte dos negócios tinham, praticamente, todas as suas atividades centradas na figura do proprietário. Ele era responsável pela produção, comercialização e inclusive administração desse mesmo negócio; era o chamado: artesão primitivo. Alfred Marshall (1982 [original de 1920], p. 249), em Princípios de Economia, descreve essa figura que era predominante naquela época:

O artesão primitivo dirigia ele próprio todo o seu negócio [...] seus fregueses, com pouquíssimas exceções, eram todos seus vizinhos [...] necessitava de um capital pequeno [...] o plano de produção já estava estabelecido pelos costumes e [...] não tinha pessoal que supervisionar fora de sua casa [...].

Porém, segundo Marshall (1982), desde a Idade Média, um novo tipo de empresa vem aparecendo com destaque; essa empresa é a chamada: Sociedade Anônima (SA). As SAs diferem amplamente dos pequenos negócios. Nelas, os proprietários, doravante denominados acionistas, continuam entrando com os recursos e correndo os devidos riscos.

Todavia, agora, não administram mais por conta própria todo o seu capital. Ou seja, os proprietários do capital, passam para as mãos dos administradores o controle sobre o mesmo, pedindo em troca apenas um rendimento compatível com seu valor nominal, que é, na maioria das vezes, representado pelos dividendos. Berle e Means (1984 [original de 1932], p. 34), observam essa transferência de controle no trecho a seguir: “O proprietário que investe numa Sociedade Anônima [...] entrega sua riqueza aos administradores da companhia, a medida que troca a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe pela remuneração do capital”.

Ainda sobre isso, Marshall (1982), verifica que o advento da SA ofereceu a diversas pessoas a oportunidade de aplicar seus capitais em negócios nos quais não detinham nenhum conhecimento. Para isso, contratavam outras pessoas para administrarem esses mesmos capitais a seu serviço, provocando um conseqüente reordenamento na direção dos negócios.

Dessa separação entre proprietários e controle administrativo decorrem algumas imperfeições que podem vir do desalinhamento de interesses entre essas duas classes. Essas imperfeições aparecem, em destaque, sobretudo, nas SAs.

Já na obra de Adam Smith, observa-se um questionamento relacionado à conduta dos administradores. Para Smith (1983 [original de 1776]), os administradores das SAs são perdulários e, não administram a empresa dos outros como administrariam a sua.

Segundo Smith (1983, p. 187):

[...] [como] os diretores de tais companhias [SAs] administram mais dinheiro dos outros do que o próprio, não é de esperar que dele cuidem com a mais irrequieta vigilância com a qual os sócios de uma associação privada freqüentemente cuidam do seu [...] por conseguinte, prevalecem sempre e necessariamente a negligência e o esbanjamento, em grau maior ou menor, na administração dos negócios de uma tal companhia.

Ele cita o exemplo da Companhia Mares do Sul que, apesar de não ter grandes dispêndios em manutenção, não conseguia converter em lucro suas atividades de comércio, devido à administração descuidada de seus diretores.

Smith (1983, p. 189) diz que:

A Companhia Mares do Sul nunca teve fortificações nem guarnições para manter, estando portanto inteiramente isenta de uma grande despesa à qual estão sujeitas outras companhias por ações para comércio exterior. Ela possuía porém um imenso capital dividido em um número igualmente imenso de proprietários. Era, pois, natural que toda a administração dos negócios fosse dominada pela insensatez, pela negligência e pelo esbanjamento nos gastos.

Berle e Means (1984), afirmam que Smith se posicionou de forma contrária a criação de SAs. Isso devido ao fato de estas terem a sua propriedade dispersa nas mãos de diversos acionistas, o que tornava impossível uma administração eficiente da mesma.

No entanto é necessário que sejam revistos dois pontos. Primeiro, a realidade vivida por Adam Smith remonta o período anterior a 1776, data da publicação do original de *A Riqueza das Nações*. Ele se depara, portanto, com uma realidade de empresa ainda mercantil e não capitalista, bem diferente das corporações atuais.

Segundo, é preciso ser ressaltado que a grande preocupação de Smith quando trata das SAs reside no fato de algumas delas deterem o privilégio da exclusividade e do monopólio na exploração de certos mercados. Essa interferência do governo, sobretudo o inglês, impedia que, na concepção smithiana, “a mão invisível do mercado” atuasse livremente, espalhando benefícios para todos os indivíduos.

Ainda assim, mesmo sendo extremamente primária, a contribuição que Smith deixou para futuros autores pesquisarem os problemas da separação entre propriedade e controle nas SAs deve ser considerada. Deve-se lembrar que, a maior parte das SAs da época de Smith eram companhias de comércio, um fator que provavelmente limitou seu campo de análise.

A partir da segunda metade do século XVIII acentua-se o processo de substituição do artesanato primitivo e sua pequena propriedade pelo trabalhador assalariado, característico das grandes indústrias. Isso foi possível graças aos chamados cercamentos, ou *enclosures*, praticados na Inglaterra desde o século XVII. Esses dividiram as terras dos agricultores expulsando-os do campo e obrigando-os a procurar emprego nas indústrias localizadas nos centros urbanos. Toda essa trajetória que mudaria radicalmente a história econômica refere-se ao período denominado Revolução Industrial. Seria impossível descrever em apenas um parágrafo a complexidade das transformações ocorridas em razão da referida Revolução. O importante aqui, é dizer que a acumulação de capital do setor industrial nesse período levou a SA ao sistema produtivo.

Com isso, em anos posteriores, Berle e Means (1984), vislumbram uma SA diferente daquela dos tempos de Smith. Eles publicam seu trabalho em 1932, período da grande depressão causada pela quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. A crise econômica e o desemprego se alastravam pela maioria dos países ao redor do planeta, tendo especiais efeitos nos Estados Unidos. Todavia, os dados analisados pelos autores, referem-se a década de 1920, período de crescimento econômico e boom na economia norte-americana. Nesses anos, a dispersão da propriedade era gigantesca devido à existência de diversas SAs com milhões de acionistas.

É neste contexto que Berle e Means (1984), trabalham o conceito lógico de propriedade. Desde os primeiros anos da história econômica os homens tinham, legalmente, o direito de dispor de todas as benesses geradas pelos ativos de sua propriedade. Esses direitos também foram reservados aos acionistas com o Estado procurando proteger o fato de que a companhia, na realidade, era dos acionistas e, portanto, devia atender a seus interesses. Era comum que os lucros da companhia fossem distribuídos a seus proprietários e também que aquela trabalhasse em benefício destes. Porém, a separação entre propriedade e controle levou a um estágio que permitiu que os administradores pudessem agir contrariamente aos anseios dos acionistas.

Ao analisar as SAs dos Estados Unidos eles concluem que, com o passar do tempo, a propriedade torna-se mais dispersa, o que faz crescer o poder da administração perante uma postura passiva dos acionistas. Isso leva estes a terem, a cada dia, um controle menor da companhia na qual investem seu capital.

Um dos principais motivos desse alto grau de controle que os administradores têm sobre a companhia se deve ao perfeito conhecimento que os referidos têm sobre a contabilidade da mesma. Assim, os controladores podem, se quiserem, trabalhar com os valores da companhia com o intuito de obter vantagens pessoais, agindo em prejuízo dos demais acionistas.

Além disso, existem vários outros meios pelos quais os administradores podem obter benefícios detendo o controle da companhia. Em caso deste, ou destes, serem também acionistas da mesma companhia, podem usar a informação privilegiada que detêm em causa própria de duas maneiras.

Primeiro, pode-se obrigar a companhia a adquirir, a um preço exorbitante, um ativo exclusivamente seu, prejudicando neste caso o patrimônio da mesma. Ou então, adquirir ações de outros acionistas ao saber que elas aumentarão seu preço pela descoberta de uma nova tecnologia, ou outro acontecimento que beneficie a empresa. No segundo caso, a companhia não foi prejudicada, mas apenas o acionista que não possuía a informação como explicam Berle e Means (1984, p. 189):

Mas vamos supor que o mesmo diretor possui uma série de ações da companhia. Sabe que a companhia acabou de receber um golpe inesperado de sorte [...] que multiplica várias vezes o valor de seus ativos. Encontra um outro acionista que não sabe das boas novas e compra suas ações. Depois disso a informação é divulgada; o valor das ações sobe com a nova situação, e o diretor tem um belo lucro nessa operação. Aqui a companhia, enquanto tal, não sofreu absolutamente nada [...] o diretor lucrou a expensas de um dos acionistas.

Diante de tudo isso, chega-se a um ponto, que sobra apenas ao acionista a esperança de que o administrador cumpra o papel para o qual foi designado, ou seja, atenda aos interesses do acionista. Berle e Means (1984, p. 221), mostram isso a seguir:

[...] chegamos a uma situação em que o interesse individual do acionista foi claramente subordinado à vontade de um grupo controlador de administradores, mesmo que o capital da empresa se constitua de contribuições conjuntas talvez de muitos milhares de indivíduos.

E Berle e Means (1984, p. 261), seguem sua argumentação:

A grande separação entre propriedade e controle, mais o fortalecimento dos poderes de controle, fez surgir uma nova situação que exige uma decisão quanto ao emprego de uma pressão social ou legal que assegure o funcionamento da sociedade anônima, com vistas principalmente aos interesses dos ‘proprietários’, ou com vistas ao interesse de um grupo maior.

É um dos objetivos deste trabalho encontrar um meio para atender aos anseios descritos no trecho anterior, que são discutidos há muito tempo na teoria econômica. Isso para que a SA possa cumprir o papel de servir aos interesses da sociedade como um todo e não apenas um grupo controlador. A seguir um arcabouço teórico da microeconomia moderna através da Teoria da Agência.

## **2.2 Teoria da Agência**

Segundo Okimura (2003), os primeiros estudos referentes à teoria da agência datam do início da década de 1970, através de artigos de Spence e Zeckhauser em 1971 e Ross em 1973. Suas análises estão centradas no processo de remuneração dos administradores das empresas, com o objetivo de tentar conjugar os interesses daqueles, com o interesse dos acionistas.

A grande contribuição teórica relacionada com o referido tema, porém, só veio em 1976 com Jensen e Meckling. A contribuição dos autores é fundamental, porque estende a noção de relação de agência a todas as formas de cooperação, sem que haja necessariamente um agente e um principal, o que alargou sensivelmente o campo de aplicação da teoria.

Segundo Jensen e Meckling apud Okimura (2003, p.12) uma relação de agência é “contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para

realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”.

Ao analisar os problemas de agência os autores preocupam-se em adequar a sua teoria ao comportamento psicológico natural das pessoas. Nisso, tem como foco o fato de que as atitudes das pessoas estão centradas na tentativa de alcançar seus próprios objetivos e, maximizarem suas próprias utilidades esperadas, abordando o problema em um ambiente de incerteza. Assim, segundo Coelho ([1994?], p. 3) “os problemas surgem porque, de acordo com as teorias de comportamento, o agente atuará em seu próprio interesse e não investirá seu melhor esforço, a menos que o seu investimento seja consistente com a maximização de seu bem-estar”.

Coelho [1994?], diz que, para tentar unir as aspirações de agentes e principais, a teoria econômica da agência, indica o estabelecimento de contratos que possibilitem a divisão do risco entre as partes. Na visão contratual, gestores e acionistas assinam um contrato, que deveria, a priori, identificar como seriam administrados os recursos da empresa. Assim, segundo Silveira (2002), os acionistas podem, com esses contratos, monitorarem com mais afinco os gestores, concedendo algum incentivo para que estes atuem em favor daqueles. Disso decorrem custos, que foram chamados pelos autores de custos de agência que, segundo Jensen e Meckling apud Silveira (2002, p. 13) são o somatório de:

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

Na visão de Okimura (2003), para que esses custos de agência fossem minimizados, bastaria que os contratos estabelecidos entre as partes fossem completos ou perfeitos. Assim, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), os acionistas, poderiam receber integralmente, um dos direitos contratuais de maior importância; o direito residual (de propriedade). Esse é derivado dos ativos e dos fluxos de caixa da empresa.

Porém, argumenta Okimura (2003), na prática, existe uma gama de incertezas quanto ao futuro da empresa, que não podem ser previstas nos contratos. Isso faz com que estes não sejam completos, ou perfeitos, ou seja, nem sempre é possível especificar todas as contingências, que, porventura, vierem a ocorrer. Esse fato, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), pode ser considerado o cerne do problema de agência e levar, a uma perda residual da riqueza dos acionistas. Para completar os estudos que servirão como ponto de partida para a

análise da GC aplicada as finanças empresariais e ao mercado de capitais veremos um breve estudo sobre estudo da Nova Economia Institucional (NEI), tendo por base as idéias de Ronald Coase e da Economia dos Custos de Transação.

### **2.3 Economia dos custos de transação**

Segundo Williamson apud Peixe (2003), a economia dos custos de transação é uma ramificação da NEI e tem um enfoque que vai além da tradicional Teoria das Organizações, que preocupa-se, fundamentalmente, em descrever a empresa e suas funções de produção. Os novos economistas institucionais dedicam especial atenção a meios tanto espontâneos quanto impositivos que procurem adaptar as instituições. Segundo Siffert (1998), a NEI aborda pressupostos relativos à economia do direito de propriedade, a Teoria das Organizações e a evolução das instituições. Essa linha de pensamento procura unir, em suas teorizações, questões derivadas dos costumes, do ambiente legal e da aplicabilidade dos direitos sobre o desempenho econômico.

O conceito de economia dos custos de transação foi colocado pela primeira vez por Ronald Coase em artigo publicado em 1937. Segundo Okimura (2003), a economia dos custos de transação discute o trade-off enfrentado pela firma na hora de decidir em produzir ela mesma seus próprios insumos ou buscá-los no mercado. Disso decorrem questões sobre o escopo vertical que ela deve assumir.

Esse conceito foi incorporado, posteriormente, nos estudos de Williamson e da NEI. Segundo Siffert (1998), os novos economistas institucionais reservam especial atenção à estrutura de propriedade da firma, diferentemente da escola neoclássica tradicional. Estes últimos afirmam que a firma tem um comportamento maximizador, pois a tecnologia (função de produção) está dada e, portanto, sua estrutura não é afetada por problemas nos direitos de propriedade e na forma legal que eles são constituídos. Isso ocorre, porque na visão neoclássica tradicional, a firma é apenas um local onde transformam-se os insumos em produtos, pois suas ações não impactam um característico mercado em concorrência perfeita. A partir disso não é necessária a implementação de outra estratégia, a não ser aquela que maximize quase que automaticamente os lucros.

Coase apud Peixe (2003), afirma que se não existissem custos de transação e os mercados fossem perfeitos seria necessário apenas definir os direitos de cada parte, pois os resultados das ações legais seriam previstos. Entretanto, tais custos existem e está claro que a corte tem influência direta no sistema econômico.

Williamson incorpora a idéia de Coase e parte de uma visão diferente da teoria neoclássica tradicional. Ross, Westerfield e Jaffe (1995), dizem que na visão de Williamson a empresa seria vista como uma estrutura com característicos problemas nos contratos, devido à falhas em relação à especificação dos direitos de propriedade.

Williamson apud Brandão (2004), demonstra outras características que levam os contratos a serem imperfeitos. Primeiramente considera que as pessoas têm racionalidade limitada e, portanto, não tem condições de prever adequadamente o futuro. É à força da incerteza, já mostrada na teoria da agência. Ainda em relação ao comportamento pessoal ele aborda a questão do oportunismo. Essa idéia coloca que quando as condições são favoráveis alguns indivíduos podem agir buscando benefícios unilaterais em detrimento dos demais.

Outro fator que contribui para a fragilização dos contratos refere-se as características específicas dos ativos. Segundo o autor a substituição de determinados ativos é, muitas vezes, demasiadamente complexa e inviável, o que faz surgir relações bilaterais entre fornecedor e empresa. É possível, nesse sentido, considerar o caso no qual a empresa é extremamente dependente de um recurso, que é produzido por um único fornecedor. Nesse caso, este último pode cobrar um preço exorbitante prejudicando a empresa. Harmonizar os interesses entre as partes torna-se requisito fundamental para continuidade de uma relação que crie valor econômico.

Peixe (2003), considera então que a governança seria o meio pelo qual, pudessem ser evitados os tribunais e seus altos custos, quando surgissem conflitos de qualquer natureza, que tivessem relação direta com a empresa. Por conta disso, percebe-se que a empresa serviria como um mecanismo de minimização dos custos de transação. Segundo Okimura (2003), o foco da análise, está então, em determinar um ponto ótimo para o fluxo das transações na empresa. Para isso, a governança deve criar um sistema convincente de incentivos que conduza a um nível eficiente das transações com conseqüente redução dos oportunismos.

É nesse sentido que o governo deve atuar, garantindo a lisura da concorrência no mercado e o cumprimento das leis. Aqui aparece novamente o pensamento de Williamson apud Peixe (2003, p. 22), ao destacar “o intercepto lei, economia e organização onde uma aprende com a outra”. Em um esquema com três níveis mostra que a governança não opera de forma isolada, mas sim interage sempre com os outros dois níveis, que vem a ser o ambiente institucional e os indivíduos.

O ambiente institucional é o local de ocorrência das mudanças. Nele são determinadas as leis, os costumes e os direitos de propriedade. O nível relacionado ao indivíduo é aquele em que, segundo Peixe (2003, p. 22), “os pressupostos comportamentais surgem”. Esses derivam da racionalidade limitada e do oportunismo já descritos anteriormente.

Williamson apud Okimura (2003), compara a teoria da agência com a economia dos custos de transação e encontra algumas diferenças e muitas coisas em comum.

Pode-se considerar, então que ambas as teorias são na verdade complementares. A teoria da agência centra a sua análise na determinação *ex-ante* dos custos de agência, procurando observar o comportamento dos agentes e suas relações muitas vezes conflitantes com o principal. Já a economia dos custos de transação tem seu foco em uma análise *ex-post* das transações, tentando alinhar os ativos com as transações. As duas teorias têm como pressuposto básico, os contratos incompletos.

## CAPÍTULO III

### 3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E SUA CONJUNTURA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O conceito de Governança Corporativa foi concebido com a finalidade de prover um maior nível de transparência em relação às empresas de capital aberto, com ações negociadas nas bolsas de valores. Este nome nasceu com a ascensão dos fundos de pensão, dos administradores de ativos e bancos e há 50 anos vem atravessando por um enriquecimento, aproximando-se de uma maturidade nos anos 90. O modelo de Governança Corporativa seguido pelas organizações esta sujeito ao ambiente em que se encontra. No Estado, por meio da fixação dos modelos legais e financeiros, molda a concepção do mercado de capitais local e do grau e proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das organizações. Assim, os países apresentam diferenças expressivas entre os modelos de governança das suas corporações.

#### 3.1 Mecanismos da Governança Corporativa

Independente do país em que forem aplicados os conceitos da GC, levando-se em contas as variações das políticas econômicas, regras jurídicas e fiscais, ela seguirá um modelo clássico composto de três mecanismos, dois internos e um externo. Sendo os internos os Conselhos Administrativos e a Estrutura de Propriedade e o externo o Mercado de Aquisição Hostil, dos qual salienta-se os seguintes aspectos:

##### 3.1.1 Os Conselhos Administrativos

São constituídos por membros eleitos ou indicados pelos proprietários para desempenharem as funções de orientadores e fiscais de seus interesses nos negócios da empresa e em seu patrimônio. É este Conselho que prima por adotar os princípios básicos da governança: **tratamento igualitário aos acionistas majoritários e minoritários, transparência na divulgação dos dados e informações relativos aos resultados e**

**desempenho da empresa, responsabilidade e confiabilidade fiscal e por fim o respeito a leis e regras vigentes no mercado em que estiver operando.**

### 3.1.2 A estrutura de propriedade

São duas as estruturas de propriedade: a concentrada e a difusa e, de acordo com Okimura a estrutura concentrada permite aos acionistas controladores transferir recursos da empresa para si, mas, debitando os custos excedentes desta operação da conta dos acionistas minoritários. Tal situação pode agravar-se quando os acionistas controladores também compuserem o Conselho de Administração, já que nessa posição exercem um poder maior sobre a diretoria da empresa e com mais facilidade para realizar transferências. Já na estrutura difusa o monitoramento dos gestores da empresa fica mais complicado ainda e sua adoção como medida de controle pode não redundar na defesa efetiva dos interesses dos acionistas. Todavia, alguns autores consideram que a existência de propriedade difusa torna difícil uma monitoração mais eficiente dos administradores da empresa.

### 3.1.3 Mercado de aquisição hostil

Este mercado é composto por pessoas físicas e jurídicas que atuam buscando adquirir o controle ou partes de empresas com valores abaixo do preço de mercado para futuras fusões ou reestruturações. Para Okimura as tomadas de controle só ocorrem quando se esgotam todas as alternativas cabíveis dos mecanismos internos de governança corporativa.

## 3.2 Os modelos clássicos de Governança Corporativa

Existem dois modelos clássicos de Governança Corporativa: o anglo-saxão que domina nos EUA e Reino Unido, e o nipo-germânico que impera no Japão e Alemanha (e na maioria dos países da Europa continental). O modelo anglo-saxão vem destacando-se e expandido-se na Alemanha e no Japão nos últimos 10 anos, aproximando-se dos objetivos na concepção de importância para os acionistas e às práticas de governança que lhes permitem maior aquisição, ignorando às críticas vindas dos EUA e Reino Unido.

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

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

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

“esta teoria deixa os executivos sem qualquer princípio para tomada de decisão, fazendo-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais – ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos stakeholders desejam alcançar”.

Com a evolução e a importância cada vez maior do estudo da governança corporativa foram surgindo, inicialmente nos países com mercado de capitais mais desenvolvidos, os Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Devido às crises que passaram algumas grandes corporações mundiais, à pressão dos fundos de pensão e dos fundos de investimento para obter maior transparência nas prestações de contas e grandes escândalos financeiros nos Estados Unidos e na Inglaterra e à pressão de organismos privados. Criando assim, um ambiente de controle dentro de um modelo balanceado de distribuição de poder.

Abaixo tabela contendo em ordem cronológica alguns dos principais fatos relacionados a Governança Corporativa ao redor do mundo período compreendido entre os anos de 1995 a 2006.

Tabela 1 Linha do tempo GC no mundo

Ano	Governança Corporativa no mundo
1995	Publicação do Relatório Vienot, um marco da governança corporativa na França.
1996	Não houve registro sobre governança neste período.
1997	Criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha. No mesmo ano, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa. Em setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por más práticas de governança corporativa.
1998	Em Julho é lançado o relatório britânico produzido pelo Comitê Hampel, intitulado Combined Code. O Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". O documento baseou-se no relatório britânico, porém com diretrizes mais modestas. No mesmo ano, a OCDE cria o Business Sector

	Advisory Group on Corporate Governance.
1999	O grupo de governança corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.
2000	Banco Mundial e Mckinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança. Em São Paulo, acontece a primeira mesa redonda na América Latina, cujo resultado foi a produção de um relatório com as conclusões da realidade de cada região.
2001	Em novembro, são divulgados ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na seqüência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das conseqüências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.
2002	O congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras. No mês seguinte, a SEC (Securities and Exchange Commission) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.
2003	Em maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova York. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa Continental. Na Inglaterra, é lançado o Higgs Report, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do "comply or explain".
2004	A partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina, a OCDE cria o Círculo de Companhias.
2005	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal.
2006	Mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como options backdating, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros.

Fonte: Instituto de Governança Corporativa

### 3.2.1 O sistema de Governança Corporativa nos Estados Unidos

Nos EUA, a pulverização do controle acionário é uma particularidade das empresas americanas. Sendo assim, os acionistas possuem pouco estímulo ou capacidade para interferir

nas políticas corporativas estabelecidas pelos gestores, resultando em uma situação onde os executivos têm mais força que os proprietários (SILVEIRA, 2002). Dentro dessa ótica, a Governança Corporativa surgiu nos Estados Unidos, em meados da década de 80, como resposta a casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos. As iniciativas resultantes dos fundos de pensão provocaram mudanças nas práticas de algumas empresas americanas durante a década de 90, originando, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o aumento dos casos de demissão de diretores executivos devido ao mau desempenho.

Em 2001, uma série de escândalos trataram de colocar o tema da governança de uma vez por todas na agenda corporativa do país. Descobriu-se que a Enron (grande empresa de energia que fora considerada a companhia mais apreciada do mundo) maquiara seus balanços para inflar lucros e esconder grandes rombos financeiros, tudo sob o comando da alta diretoria. A confusão resultou em um recrudescimento da *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado norte americano, com a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), em 30 de julho de 2002. A idéia era fechar o cerco às fraudes contábeis, através do aumento de responsabilidades por parte da diretoria executiva e do conselho de administração das companhias.

Antes da crise econômica americana do período citado acima, era comum os editores dos principais veículos de comunicação darem pouca atenção ao tema, que parecia abstrato de mais e pouco sedutor, porém após alguns altos executivos serem presos, esse tema ganhou grande relevância nas chamadas policiais e na cobertura jornalística de finanças e negócios, colocando as boas práticas de GC como tema central das discussões sobre mercado de capitais norte-americano.

### 3.2.2 O sistema de Governança Corporativa na Europa

O sistema de GC no Reino Unido é semelhante ao empregado no mercado acionário dos Estados Unidos com larga pulverização das ações entre os diversos acionistas da companhia. Sendo que até o final da década de 1980 o mercado de capitais da Inglaterra, sofria forte intervenção dos denominados Clubes de Conselheiros que promoviam trocas de favores e informações. Essa prática foi atacada com a publicação do Relatório Cadbury de Melhores Práticas de Governança, lançado pelo Banco da Inglaterra e do Relatório Hampel, da Bolsa de Valores de Londres.

Na Alemanha, um país com a prosperidade resultante de seu próprio sistema cultural, sempre viu com cautela o modelo anglo-saxão considerado oportunista e de curto prazo. As

grandes empresas alemãs até 1997 cultivavam o sigilo, a não-transparência e a desconfiança. A transparência tornou-se marcante com a nova bolsa de Frankfurt, com empresas listadas no estilo norte-americano da NASDAQ (SILVEIRA, 2002). O modelo alemão apresenta a gestão coletiva das empresas na qual o Conselho de Gestão indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Com as exigências do mercado, as empresa alemãs passaram a adotar os padrões internacionais de governança corporativa, passando a ter a acesso às bolsas de Nova Iorque e Londres, que adotam regras de transparência e divulgação de informações.

### 3.2.3 O sistema de Governança Corporativa no Japão

No Japão, o modelo adotado pelas empresas busca o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Uma característica desse modelo diz respeito à participação dos bancos como a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Em virtude das taxas de juros serem muito baixas, o reduzido custo dos recursos é um motivo para a diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade (SILVEIRA, 2002).

## 3.3 O mercado brasileiro e a Governança Corporativa

. Nas décadas de 1950 e 1960, predominava a presença do acionista controlador familiar, que acumulava o papel de majoritário e de gestor da empresa. Nos anos 1970, apareceram os primeiros conselhos de administração, com sinais de autonomia e de divisão do poder entre os acionistas e os profissionais da gestão, como no caso do Mappin, Docas de Santos, Monteiro Aranha e Villares.

Em 1976, a instituição da Lei das Sociedades Anônimas que prevê a prática de divisão de poderes entre o conselho de administração e a diretoria, bem como oferece cinco linhas básicas de orientação: proteção do acionista minoritário; responsabilização do acionista controlador; ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização postos à disposição dos acionistas; diferenciação entre companhia aberta e fechada; e definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa. Em 2001, a Lei nº 10.303/2001, modifica consideravelmente vários dispositivos da Lei de 1976, abarcando, mesmo que de forma modesta, práticas da GC, como a ampliação a proteção aos acionistas minoritários, igualmente

permitindo às companhias de capital aberto que seus valores imobiliários fossem negociados em mercados de capital. Em 2007 é aprovado o mais recente texto que trata das SAs, modificando profundamente as leis antecedentes, por exemplo, equiparando algumas estruturais nacionais às praticadas internacionalmente, além de estender às sociedades de grande porte algumas disposições referentes à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

A década de 1980 assistiu ao nascimento e crescimento dos fundos de pensão, fundos de investimento, ao fortalecimento da Bovespa e da Bolsa do Rio, da CVM e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

As primeiras iniciativas de governança no mercado brasileiro começaram mais precisamente em dezembro de 1997, com o lançamento do Fator Sinergia I, o primeiro fundo de investimento a se engajar na proposta de melhorar a governança das companhias investidas. Em 1998, foi seguido pela Dynamo (Dynamo Puma) e a Bradesco Templeton (Bradesco Templeton Valor e Liquidez). Estes faziam parte de um programa do braço de participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDESPar) denominado Valor e Liquidez, que tendia reunir em fundos de investimento as ações de empresas com pouca liquidez e grande potencial de crescimento. Esses fundos escolheriam companhias subavaliadas, comprariam posições relevantes, acompanhariam a gestão de perto, incrementariam os resultados e a governança e, no final, venderiam suas posições com ganhos exponenciais.

Na última década a economia brasileira passou por grandes mudanças estruturais provocadas pelas privatizações e a facilitação da entrada de investidores estrangeiros em suas principais empresas, o que provocou muitos conflitos nas relações entre os acionistas e seus administradores, mas, também gerou fatores positivos como a abertura de acessos a novos financiamentos que, por sua vez, colaboraram na modernização das gestões e, por outro lado, uma separação mais forte entre propriedade e gestão, ou seja, entre os acionistas e os administradores. Uma gestão profissionalizada com uma maior autonomia e um monitoramento mais severo.

Para reaproximar os interesses de ambas as partes, foi necessária uma institucionalização dos mecanismos. A integração entre acionistas e administradores e a correta concepção dos papéis a serem exercidos por cada um é condição para que a empresa galgue novos patamares no que tange aos atuais arquétipos de concorrência dos mercados, impondo aos seus gestores novos desafios. Tornar as empresas mais transparentes e responsáveis significa compreender que elas são regidas por diversas instâncias, cada uma com seus próprios critérios de gestão.

Os problemas financeiros do Brasil, agravados a partir da crise da dívida externa nos países em desenvolvimento após 1982, levou ao esgotamento do modelo de financiamento oficial, incentivos fiscais e subsídios para as empresas e os investidores. Nessa nova realidade, a captação de recursos pelas empresas via mercado de capitais passa a depender da decisão voluntária dos investidores, que em mercados com o nível de desenvolvimento brasileiro possuem, em geral, pouco ou nenhum conhecimento sobre as possibilidades de investimento existentes. É com o objetivo de incentivar novos investidores a aplicarem seus recursos voluntariamente no mercado que se tem procurado aperfeiçoar as regras de governança, proporcionando mais direitos e garantias aos investidores.

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

Abaixo tabela contendo em ordem cronológica alguns dos principais fatos relacionados a Governança Corporativa no Brasil, no período de 1995 à 2006.

Tabela 2: Linha do tempo GC no Brasil

<b>Ano</b>	<b>Governança Corporativa no Brasil</b>
1995	Fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.
1996	O primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna, abre ciclo de debates inédito no País sobre conselheiros de administração e governança corporativa.
1997	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A Lei revoga o Tag Along de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários.
1998	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar.
1999	O Instituto IBCA passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Lançado o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC.
2000	Em novembro, o IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, em comemoração ao 5º aniversário do Instituto, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança. Em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.
2001	Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei

	10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.
2002	Em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.
2003	1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias. Lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton.
2004	Retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da Bovespa. O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.
2005	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa. O IBGC completa 10 anos e lança o livro "Uma década de Governança Corporativa - História do IBGC, marcos e lições da experiência". 1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.
2006	1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo. Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem. Neste mesmo ano, um caso de insider trading ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.

Fonte: Instituto de Governança Corporativa.

### 3.4 Inovações do conceito de G C no Brasil

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

“Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.”

Uma visão mais abrangente, dentro da linha institucionalista, deve incluir outros grupos sociais que também têm interesse na preservação da companhia e que são igualmente afetados pelas decisões tomadas por seus administradores, tais como: credores em geral, fornecedores,

trabalhadores, consumidores e a comunidade em geral, dando origem ao modelo *stakeholders*, preponderante no Japão e em países da Europa Ocidental (nipo-germânicos).

Quando promulgada em 2002, nos EUA, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) revelou as fragilidades da governança norte-americana, muitos advogados brasileiros se orgulhavam do fato de a legislação local impor exigências e mecanismos de proteção desde 1976, (coisa que os norte-americanos adotaram apenas no século 21). Dois exemplos: a obrigação de os balanços financeiros serem assinados pelo presidente executivo e a impossibilidade de diretores tomarem empréstimos com a companhia sem a prévia autorização da assembléia geral ou do conselho de administração.

Além de desconstruir a idéia de que o modelo corporativo anglo-saxão era imbatível, a SOX trouxe mudanças significativas para a governança das companhias brasileiras com ações listadas nos Estados Unidos. Uma delas foi a exigência do comitê de auditoria com maioria de membros independentes que até então, não se tinha no Brasil. Outro efeito das fraudes contábeis nos Estados Unidos foi um reforço à proposta de rodízio das firmas de auditoria no Brasil. Lançado pela CVM em 1999, o rodízio seria implementado somente cinco anos depois, em 2004, nessa época a autarquia chegou a rediscutir a necessidade deste antes de confirmar a obrigatoriedade da primeira troca. Embora a proposta tivesse opositores no alto escalão da autarquia, o rodízio foi confirmado. Este ano, após um estudo encomendado pela CVM sobre os efeitos dessa prática, a continuidade do sistema esta ameaçada. Os autores do trabalho (professores da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-RJ) afirmam que, apesar do monitoramento da independência dos auditores seja fundamental e o rodízio se apresente como opção de exercer essa vigilância, existem outras formas menos custosas de atingir o mesmo objetivo.

### **3.5 BOVESPA e os índices diferenciados**

A Bolsa de Valores de São Paulo tem sido personagem protagonista nas iniciativas de aplicabilidade da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, tendo criado segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa. Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O objetivo, segundo informativo da Bovespa, foi "estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas".

No início de 1999, a Bovespa contratou o economista José Roberto Mendonça de Barros, da MB Associados, para elaborar um estudo que fornecesse uma visão crítica e aprofundada dos problemas do mercado de capitais brasileiro. Além de Barros, participaram os sócios da MB José Alexandre Scheinkman, Lídia Goldenstein e Tereza Dias da Silva, e o advogado e ex-presidente da CVM Luiz Leonardo Cantidiano. E o professor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Antonio Gledson de Carvalho completou a equipe. O trabalho tratou de desmistificar o senso comum de que a culpa pelo fraco momento do mercado de capitais recaía sobre os *American Depositary Receipts* (ADRs)<sup>1</sup> e a CPMF. A chave para desmontar o argumento estava na análise do número de aberturas de capital. O diagnóstico centrou-se em questões de governança como; a predominância de ações sem direito a voto, a incerteza quanto aos dividendos mais vantajosos para ações preferenciais, inexistência do tag along, conflitos de interesses de acionistas controladores e fechamento branco de capital. Levantadas as causas da inércia do mercado de capitais pelo grupo de especialistas, sobrou a interrogação sobre como reverter tal situação. A equipe tomou uma decisão, ao contrário do caminho natural que seria mudar a legislação para transformar esse ambiente, preferiu-se uma via mais próspera que foi a da auto-regulação.

### 3.5.1 Os níveis diferenciados e o Novo Mercado da BOVESPA

Em dezembro de 2000 a BOVESPA criou três novos segmentos de listagem para empresas que atendessem a certos padrões diferenciados de GC. Esses são divididos em níveis 1 e 2 e o que pode-se ser chamado de “nível 3” que nada mais é que o Novo Mercado. As exigências para a adesão a qualquer destes crescem de acordo com o segmento no qual a empresa escolher se inserir, sendo maiores no NM que no nível 2 e mais abrangentes neste último do que no nível 1.

A adesão a qualquer um desses segmentos é facultativa a qualquer empresa que desejar ir além dos dispositivos presentes na Lei das Sociedades Anônimas brasileira (Lei 10303/01)<sup>2</sup>. Porém, esta não é automática e mesmo que a empresa esteja atendendo todas as normas necessárias para listagem em qualquer um desses segmentos ela tem de assinar um contrato com a BOVESPA, para que sua inclusão no referido segmento seja efetivada.

---

<sup>1</sup> Recibo de ações de companhias não sediadas nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco norte-americano. Facilita o recebimento de dividendos por parte dos investidores dos estados Unidos.

<sup>2</sup> A Lei 10303/01 é uma revisão da “antiga” Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6404/76. Veja mais sobre a Lei das Sas em <<http://www.cnb.org.br/html/legisla.html>>

Uma das intenções da BOVESPA, com a criação desses segmentos, é a de oferecer um ambiente que proporcione uma maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas nos mesmos. A idéia é a de que, a qualidade e a quantidade das informações prestadas reduz a incerteza e os riscos, reduzindo o custo de captação de recursos. Isso incentivaria novas aberturas de capital e emissões, tornando o mercado de capitais brasileiro uma alternativa viável de financiamento para as empresas (BOVESPA, 2002b).

### 3.5.1.1 Nível 1 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

As empresas que integram o nível 1 de GC diferenciada da BOVESPA comprometem-se, basicamente, em melhorar as informações prestadas a seus acionistas e a possíveis interessados na compra de ações das mesmas.

Outra característica desse nível é a maior pulverização do capital acionário das empresas integrantes do mesmo. Outros pontos principais que devem ser considerados são os seguintes:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options<sup>3</sup>;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa<sup>4</sup>.

Pelo menos um destes dispositivos merece uma análise mais acurada; é aquele que refere-se a manutenção mínima de pelo menos 25% do total de capital em circulação<sup>5</sup>. A intenção da BOVESPA com esta norma é garantir um bom volume de ações em circulação propiciando a liquidez necessária para o fortalecimento do mercado secundário.

Atualmente 44 empresas integram o nível 1 de GC diferenciada da BOVESPA, dispostas no quadro abaixo:

---

<sup>3</sup> Programa de incentivo que permite aos funcionários comprar ações da empresa onde trabalham por preços abaixo do mercado.

<sup>4</sup> Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/principal/html>> Acesso em 01/11/2008.

<sup>5</sup> Esse percentual mínimo é chamado free-float de 25%.

## Quadro 1

### Empresas que integram o nível 1 diferenciado da BOVESPA

Razão Social	Nome de Pregão
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
BCO PINE S.A.	PINE
BCO SOFISA S.A.	SOFISA
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
CTEEP - CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELETTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PARANA BCO S.A.	PARANA
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART

S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	UNIPAR
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P

Fonte: Adaptado de Bovespa

### 3.5.1.2 Nível 2 de Governança Corporativa diferenciada da BOVESPA

Para ser uma companhia integrante do nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA essas devem, além de seguirem as normas previstas pelo nível 1, se comprometerem com um conjunto maior de regras que equilibrem os interesses de minoritários e controladores.

As principais características que uma empresa deve seguir para ser listada nesse segmento estão no trecho abaixo:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Alguns pontos destes dispositivos devem ser destacados. Primeiramente percebe-se a questão de incentivar um maior rodízio nos Conselhos de Administração das empresas.

Depois vê-se que, a BOVESPA, exige que as empresas integrantes deste nível disponibilizem seus balanços patrimoniais seguindo padrões internacionais de contabilidade.

Esse fato torna mais fácil a avaliação dessas empresas pelos investidores estrangeiros, trazendo maior segurança a estes e propiciando uma maior demanda por esses papéis.

O penúltimo item reza sobre o fechamento de capital e cancelamento do contrato de adesão ao nível 2. Nesse caso controlador deve fazer uma oferta pública de aquisição tendo como base o valor econômico da empresa. Este último deve ser determinado por uma empresa especializada, que será selecionada em Assembléia Geral diante de uma lista tríplice determinada pelo Conselho de Administração (BOVESPA, 2002b). “A escolha dá-se por maioria absoluta de votos das ações em circulação (ou seja, sem os votos do controlador), independente da espécie ou classe da ação” (BOVESPA, 2002b, p. 9).

Quanto a Câmara de Arbitragem do Mercado pode-se dizer que ela foi constituída pela BOVESPA em 2001 com o intuito de resolver possíveis conflitos societários propiciando as empresas economia de tempo e recursos. Fazem parte desta os controladores, administradores e o Conselho Fiscal das companhias nível 2, além da própria BOVESPA (BOVESPA, 2002b).

Atualmente 18 empresas integram o segmento nível 2 de GC diferenciada da BOVESPA, listadas no quadro2, abaixo:

## Quadro 2

### Empresas que integram o nível 2 diferenciado da BOVESPA

Razão Social	Nome de Pregão
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	ANHANGUERA
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	QUATTOR PETR
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	SEB
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TAM S.A.	TAM S/A

TERNA PARTICIPACOES S.A.	TERNA PART
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

Fonte: Adaptado de Bovespa

### 3.5.1.3 O Novo Mercado da BOVESPA

O NM é um segmento de negociação de ações criado pela BOVESPA com o intuito de promover um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Segundo Peixe (2003), alguns países da Europa criaram segmentos em suas Bolsas de Valores similares ao NM brasileiro. Podem ser citados como exemplos dessa iniciativa o Neuer Market na Alemanha, o Nuovo Mercato na Itália, o Nouvéau Marche na França e o e o TechMark na Inglaterra. Esses, “Novos Mercados”, foram criados com o objetivo de atrair empresas de alta tecnologia e grande potencial de crescimento.

O NM brasileiro, entretanto, não discrimina setor ou tamanho de empresas que estiverem interessadas em aderir a este segmento. A BOVESPA exige, basicamente, que estas empresas adotem certos padrões de boas práticas de GC e algumas outras regras que serão discutidas a seguir.

As empresas que tem em vista fazer sua abertura de capital via NM necessitam que esta se faça através de uma distribuição pública com valor mínimo de R\$ 10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação das duas (BOVESPA, 2002a).

As empresas que já estiverem listadas na BOVESPA não necessitam de distribuição pública para migrarem ao NM desde que tenham no mínimo 500 acionistas e atendam as demais disposições do regulamento (BOVESPA, 2002a).

Para aderir ao NM as empresas devem se comprometer em atender a todas as exigências impostas as companhias listadas no segmento nível 2 da BOVESPA, já descritas anteriormente. Além disso, todo o capital acionário destas deve ser constituído por ações ordinárias, eliminando de vez o papel das ações preferenciais<sup>6</sup>.

Conforme Peixe (2003), o NM traz maior segurança ao investidor, pois neste segmento são negociadas apenas ações com direito a voto. Isto permite que este possa acompanhar mais de perto a evolução da companhia. Assim, ele tem a oportunidade de adquirir um “produto” (ação) com características diferenciadas de qualidade.

---

<sup>6</sup> As ações preferenciais não atribuem ao seu titular o direito a voto. Porém, dão a seus titulares a prioridade no recebimento de rendimentos e o reembolso do capital no caso de dissolução da empresa.

Assaf (1999), coloca que as ações ordinárias dão a seus titulares o direito de destituir os membros da diretoria, decidir qual será o destino dos lucros, votar contas patrimoniais e outros assuntos de grande importância, levando o acionista a ter um contato mais direto com o andamento dos negócios da empresa.

Outra regra do NM que caminha no sentido de dar maior proteção ao pequeno investidor reza sobre a alienação de controle da empresa. Segundo a BOVESPA (2002c, p. 6), “em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor”. Isso é o que geralmente é chamado no “jargão” do mercado financeiro de tag along<sup>7</sup> de 100%. Este refere-se ao prêmio de controle da companhia. Ao estender o referido prêmio a todos os demais acionistas espera-se que, em contrapartida, o mercado reconheça esta garantia e melhore a precificação das ações das referidas empresas.

Isso vai na esteira da idéia concebida de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois ao passo que, o pequeno investidor, sente-se mais seguro quanto ao investimento em ações ele pode ser atraído para esse mercado.

Assaf (1999), argumenta que à medida que esse mercado se desenvolve aumenta o número de acionistas com a pulverização das ações entre os investidores. A partir disso exige uma menor concentração do capital votante para exercer o controle acionário de uma empresa.

Nishi (2003), coloca que o esforço feito com a criação do NM se deve a que essas empresas, transmitam uma imagem positiva a toda população diretamente interessada sobre as negociações de valores em mercados de capitais. Caso a BOVESPA tenha êxito nessa empreitada, tem-se como consequência, uma obtenção pela empresa de ganhos em termos de liquidez e uma maior facilidade e redução no custo de captação dos recursos.

Atualmente 101 empresas estão listadas no NM da BOVESPA, listadas no quadro 3, abaixo:

### Quadro 3

Empresas que integram o NM da BOVESPA

Razão Social	Nome de Pregão
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
ACUCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE

<sup>7</sup> É a extensão parcial ou total, a todos os demais sócios das empresas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle de uma sociedade.

AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
ANGLO FERROUS BRAZIL S.A.	ANGLO BRAZIL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BMF BOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMF BOVESPA
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	EMBRAER
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE

GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INPAR S.A.	INPAR S/A
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	INVEST TUR
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LLX LOGISTICA S.A.	LLX LOG
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	MARFRIG
MARISA S.A.	MARISA
MEDIAL SAUDE S.A.	MEDIAL SAUDE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA

REDECARD S.A.	REDECARD
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS
SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	SATIPEL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
WEG S.A.	WEG

---

Fonte: Adaptado de BOVESPA

### 3.5.1.4 O Índice de Governança Corporativa

O Índice de Governança Corporativa diferenciada (IGC) objetiva medir o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações que compõe os três segmentos de empresas com boas práticas de GC da BOVESPA (BOVESPA, 2001).

Todas as empresas listadas nos níveis 1 e 2 de GC diferenciada da BOVESPA e no NM fazem parte do referido índice. Essas empresas só não serão incluídas no mesmo se possuírem uma liquidez muito estreita de seus papéis (BOVESPA, 2001).

As ações que compõem a carteira que forma o referido índice são ponderadas pelo seu valor de mercado multiplicado por um fator de governança. Esse último terá pesos 2; 1,5 e 1, para os papéis das empresas do NM, níveis 2 e 1, respectivamente (BOVESPA, 2001).

A participação de uma empresa no IGC não poderá ser superior a 20%. Caso isto ocorra serão feitos ajustes que visam adequar o peso do papel a este limite. A BOVESPA efetuará essas reavaliações quadrimestralmente (BOVESPA, 2001).

A base do índice foi fixada em 1000 pontos no dia 25 de junho de 2001 com seu divisor alterando-se para acomodar possíveis exclusões ou inclusões e quando houver ajustes decorrentes de proventos (bonificações, desdobramentos, grupamentos e subscrições) distribuídos pelas empresas (BOVESPA, 2001).

O gráfico 1 apresenta a evolução do IGC e do Índice BOVESPA (IBOVESPA) no período que vai de 2001 até outubro de 2008. A linha superior representa o IGC e a inferior o IBOVESPA.

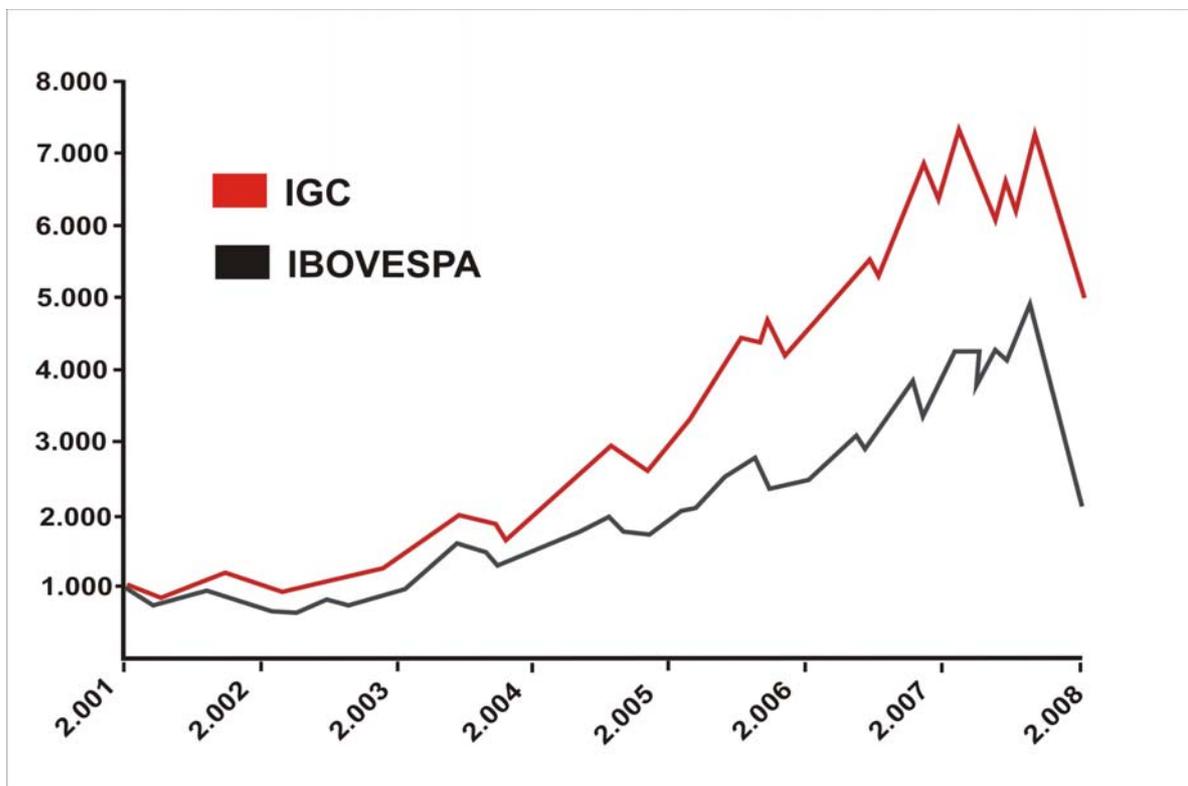


Gráfico 1 : Evolução do IGC e IBOVESPA de 20/jun/2001 a out/2008 (base 1000 = 25/06/2001)

Fonte: BOVESPA (2008)

Elaboração: Autor

#### **IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada)**

Carteira composta por ações de companhias listadas nos segmentos especiais da BOVESPA. Os segmentos especiais destinam-se a listar ações de companhias com boas práticas de governança corporativa. Em outubro, o segmento especial Nível 1 contava com 44 empresas, o Nível 2 com 18 e o Novo Mercado com 101.

#### **Ibovespa (Índice BOVESPA)**

Carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregoes do período.

Pela análise do gráfico percebe-se que o IGC vem apresentando um desempenho superior ao IBOVESPA desde sua criação.

## CAPÍTULO IV

### 4 CONTRIBUIÇÃO DA GC PARA O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. O fenômeno foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo.

Oligopólios, empresas exclusivamente de controle e gestão familiar com alta concentração do capital, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração figurativos passaram a dar lugar a investidores institucionais mais ativos causando maior dispersão do controle acionário e maior foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

As privatizações ensaiaram as primeiras experiências de controle compartilhado no Brasil, formalizado por meio de um acordo de acionistas. Nessas empresas, os investidores integrantes do bloco de controle passaram a dividir o comando da empresa, estabelecendo contratualmente regras.

Os investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimentos, entre outros) assumiram uma postura ativa, passando a comparecer nas assembleias gerais, a exercer os direitos de voto de suas ações e a fiscalizar de modo mais próximo a gestão das companhias investidas.

A abertura e conseqüente modificação na estrutura societária das empresas também ocorreram no mercado financeiro. Houve aumento de investimentos de estrangeiros no mercado de capitais, o que reforçou a necessidade das empresas se adaptarem às exigências e padrões internacionais. Em resumo, as práticas da governança corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores.

Como resultado da necessidade de adoção das boas práticas de governança, foi publicado em 1999 o primeiro código sobre governança corporativa, elaborado pelo IBGC. O código trouxe inicialmente informações sobre o conselho de administração e sua conduta esperada. Em versões posteriores, os quatro princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados. Os principais investidores institucionais têm adotado esse código, como exemplo podemos citar, a Previ, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do

Brasil, maior fundo de pensão do país, que elaborou seu próprio Código e instituiu políticas de orientação para seus 421 representantes nos conselhos de administração e fiscais das empresas em que participa.

Examinando as transformações que vêm ocorrendo na economia brasileira nos anos 90, uma das facetas plausíveis é deter-se sobre as mudanças de natureza societária que as maiores empresas adotaram. Uma nova forma de controle societário das corporações tem despontado como modelo em parcela significativa das grandes empresas, tendo como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros. Afinal, a natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre o desempenho das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos são dependentes dos alinhamentos de interesses entre as partes contratantes.

Os conceitos e princípios da governança corporativa têm ocupado espaço crescente na economia brasileira especialmente às que derivam do controle acionário compartilhado que triplicaram sua participação na receita das 100 maiores empresas não-financeiras, atingindo cerca de 12% do total. O processo de privatização foi o grande responsável por tamanho crescimento. No caso dessas empresas, as questões de governança corporativa ganham maior relevo, uma vez que, dada a inevitável separação entre controle e gestão, novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores passam a ser desenhados pelos acionistas controladores. Além disso, são estabelecidos contratos entre os controladores, selando, em boa medida, questões de natureza estratégica. Nesse caso, a identidade dos controladores, a natureza da propriedade e seus objetivos estratégicos passam a ser determinantes para o desempenho competitivo dessas empresas.

Entre as tendências de mudança no controle societário observadas nas 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras, duas se destacam: a ampliação da participação do capital estrangeiro e a relativa redução do controle familiar nacional.

Em relação ao capital estrangeiro, diversas evidências, como, por exemplo, o crescimento do investimento direto externo e do número de aquisições e fusões, aponta para um papel de maior relevo desses agentes. Os resultados obtidos, quando se verificam as mudanças de controle societário no Brasil, segundo a metodologia desenvolvida pelos professores da Escola de Copenhague apontam para o crescimento das empresas estrangeiras (de 27% para 38%) em relação ao total da receita das 100 maiores empresas não-financeiras no período 1990/97. Essa constatação coloca a economia brasileira como a arena onde empresas estrangeiras de distintas nacionalidades se defrontam e/ou se alinham

estrategicamente, em busca de *market-share*<sup>8</sup>, em nível global. Algumas dessas empresas estão focadas na garantia de uma participação no espaço econômico nacional, incluindo o MERCOSUL, sem gerar excedente exportador. Por outro lado, há grupos estrangeiros que querem posicionar-se em setores onde a economia nacional apresenta nítidas vantagens comparativas e competitivas.

Já as empresas familiares nacionais, embora haja na economia brasileira um núcleo relativamente robusto, com sólida posição patrimonial há uma demanda por profissionalização de sua gestão, já em curso em várias empresas, bem como maior necessidade de estabelecer alianças estratégicas, uma vez que novas dimensões tecnológicas, financeiras e mercadológicas impõem a busca de associações a fim de fortalecê-las competitivamente. Mas é sob o ponto de vista financeiro, ou seja, a estrutura de capital, ou *corporate finance*, que tendem a ocorrer as maiores limitações. Afinal, a visão tradicional não se mostra adequada em um contexto onde o capital de risco tende a se tornar uma fonte de recursos não apenas menos onerosa, mas principalmente mais adequada enquanto governança financeira para se financiar o investimento, uma vez que são reduzidas as assimetrias informacionais entre os fornecedores de capital e os administradores de uma empresa.

Existe uma correspondência entre as estruturas de governança corporativa e de governança financeira. As mudanças em curso no padrão de controle societário mostram que as principais empresas da economia brasileira estão sofrendo mutações.

Apesar das transformações, o Brasil ainda possui um mercado muito concentrado, no qual o maior acionista possui, em média, 41% do capital social, enquanto os cinco maiores acionistas detêm 61%. Essa concentração ocorre por meio de ações com direito a voto, e cerca de 62% das empresas apresentam um único acionista que possui mais de 50% das ações ordinárias. Esses dados foram levantados por Valadares e Leal (2000) e não levam em consideração outras formas societárias. Se considerarmos que a sociedade limitada corresponde ao tipo societário mais utilizado no país, podemos perceber que, apesar das recentes alterações, a concentração do poder ainda é muito grande. Outra característica relevante do país é o ainda incipiente envolvimento dos bancos (como acionistas) na exigência de práticas de governança corporativa.

A história do mercado de capitais no Brasil mostrava que boa parte das aberturas havia sido motivada por incentivos fiscais. O Decreto-Lei nº 157, de 1967, criou fundos de ações nos quais os contribuintes podiam alocar até 10% do imposto de renda, gerando uma gama de empresas sem a cultura de companhias abertas e de investidores mais interessados em reduzir

---

<sup>8</sup> Participação no mercado.

o imposto a pagar do que em aplicar suas economias. Quando não havia o alinhamento de interesses os gestores iam à luta. Essas operações eram chamadas, na época, de fechamento de capital que não tinham esse objetivo declaradamente, mas, na prática, permitiam que companhias se retirassem da bolsa de valores pagando um preço arbitrário aos acionistas minoritários.

Com todas essas mudanças, abria-se uma discussão sobre as relações societárias e os direitos dos acionistas minoritários que determinariam a evolução da governança corporativa no Brasil dali para frente. Diferentemente de seus pares anglo-saxões, que evocavam os princípios de governança para proteger os interesses dos acionistas de desmandos cometidos por administradores (conflito de agência), o Brasil concentrava suas discussões na defesa de um tratamento equitativo entre acionistas controladores e minoritários. A governança corporativa se estabelecia com o intuito de conciliar interesses entre os acionistas ou de apartar os desentendimentos destes com seus agentes no Brasil e no mundo, como uma forma próspera de incitar os investidores a injetarem recursos nas companhias e fazê-las crescer.

A implementação de boas práticas de governança corporativa no país foi uma luta muito árdua. No fim da década de 90, a batalha dos gestores de recursos por igualdade de direitos entre os controladores e minoritários pressionou o regulador e outros agentes do mercado a criarem um ambiente mais seguro para investidores. Surgiram esforços a partir de então para mudança nas Leis das S.As, novas regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o projeto de auto-regulação mais bem sucedido na história do mercado de capitais brasileiro, os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

## **4.1 A GC e seus reflexos na legislação**

As boas práticas de governança corporativa, desde seu surgimento, vêm buscando proporcionar melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório, além de mais proteção aos investidores. Medir isso é o desafio permanente. No Brasil, com um desenho empresarial mais de Terceiro Mundo e fora dos modelos anglo-americano e nipo-germânico, só na última década o tema vem ganhando relevo em virtude da sofisticação advinda dos movimentos dos grandes conglomerados, dos efeitos da privatização e da importação de regras globais pela busca de recursos em outros mercados.

O foco maior do tema tem sido a proteção dos sócios minoritários, de modo a gerar confiança no investidor. Isso se reflete nas alterações da Lei de S.A., nas normas da CVM e no Novo Código Civil (incorporando as práticas nas limitadas), mas, especialmente, pela

criação do Novo Mercado na Bovespa. A novidade tem sido a criação de práticas voltadas à proteção de credores, como no caso das leis de Recuperação de Empresas e de Parceria Público-Privada.

Essa nova legislação deu mais clareza ao papel dos órgãos de participação de proprietários e de administradores, permitindo novos estudos sobre as práticas de governança corporativa e o valor das empresas no Brasil. Os diversos estudos apresentados demonstram que uma administração competente aliada a uma política de transparência e prestação de contas pode gerar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia. Entretanto, esses estudos ainda são muito recentes para serem validados fora de seus contextos específicos, precisarão de mais tempo (consolidação de jurisprudência, por exemplo) para avaliar melhor os efeitos das práticas de governança corporativa nesse novo arcabouço legal.

## CAPÍTULO V

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

O objetivo principal do trabalho foi discutir os fundamentos relativos ao tema GC e sua contribuição para mercado de capitais brasileiro.

Buscou-se então, identificar os fundamentos básicos da GC através de um breve histórico no mundo e uma análise dela no Brasil. Através da teoria da agência verificou-se que nas companhias abertas predomina o conflito de interesses, entre as partes diretamente atingidas pelas maneiras de usar e distribuir o capital: de um lado os agentes (administradores) e de outro, os principais (acionistas).

Para tentar resolver esses conflitos e proteger as partes mais frágeis (os acionistas), foram criados mecanismos de GC, como o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade e o mercado de aquisição hostil.

Mesmo não fazendo parte desses mecanismos, o ambiente institucional, ajuda na ampliação e no aperfeiçoamento dos mesmos. Agindo através das entidades normativas e reguladoras, o governo dá garantias de que os direitos dos investidores e do público em geral serão preservados.

Outro agente que contribui muito, para a adoção de melhores práticas de GC nas empresas, são os investidores institucionais. Fundos de pensão como a PREVI/BB, tem grande interesse no que se refere à GC, pois possuem grande parte de seus recursos investidos em empresas com ações na Bolsa de Valores, o que os leva a exigir maior participação nas decisões estratégicas das mesmas. Por esse motivo são os grandes defensores dos Conselhos Administrativos independentes e pleiteiam vagas nos referidos conselhos.

As práticas de GC, interessam, principalmente ao pequeno investidor, pois em segmentos que possuam regras mais rígidas e maior respeito a seus direitos, estarão, mais protegidos de atitudes indesejáveis por parte da empresa em que investiram. Por este motivo os segmentos de GC diferenciada da BOVESPA, destacam-se em importância no momento, trazendo mais segurança aos pequenos investidores, estimulando-os a aplicarem suas reservas no mercado de ações.

Devido a suas práticas, a GC propicia às empresas brasileiras a buscarem no mercado de capitais, recursos financeiros a custos menores do que em bancos ou qualquer outro tipo de instituição semelhante e dependendo da segmentação diferenciada de GC em que a empresa

se encontre na BOVESPA, poderá captar recursos até mesmo em outros países, como por exemplo na Bolsa de Valores de Nova York.

Acredita-se então, que por estes e outros motivos, a adoção das boas práticas de GC pelas empresas nacionais irá contribuir positivamente para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e conseqüentemente para desenvolvimento econômico do país.

Sabendo que o tema GC pode ser estudado de várias formas, expõe-se a seguir, algumas maneiras pelas quais pode ser abordado, não pretendendo é claro, esgota-lo. Em pesquisas futuras recomenda-se:

- Concentrar o estudo na área de economia de empresas, analisando as relações comerciais de uma determina empresa, que adote as boas práticas de GC, como a Sarbannes-Oxley;
- Verificar, por meio de modelos econométricos, se a adoção de práticas de GC, tem afeitos na redução de custos no momento de captar recursos, via mercado de capitais por essas empresas;
- Avaliar outras empresas do setor, realizando estudo comparativo.

## REFERÊNCIAS

- BARROS, José C. Mendonça de et alli. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. [São Paulo: Bovespa], 2000. 52 p. Disponível em <[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_de\\_capitais\\_desafios/pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_de_capitais_desafios/pdf)> Acesso em 30/05/2008.
- BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna Sociedade Anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984 [original de 1932]. 335 p.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Boletim Informativo [do] Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], n. 54, out. 2004. 2 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimNovoMercado54.pdf>> Acesso em 26/05/2008.
- \_\_\_\_\_. **Índice de Governança Corporativa (IGC)**. [São Paulo: Bovespa], 2001. 9 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/indices/Pdf/IGC.pdf>> Acesso em 26/05/2008.
- \_\_\_\_\_. **Níveis 1 e 2 de governança corporativa**. [São Paulo: Bovespa], 2002b. <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folderniveis2.pdf>> Acesso em 26/05/2006.
- \_\_\_\_\_. **Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], 2002a. <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folder2novo.pdf>> Acesso em 26/06/2008.
- \_\_\_\_\_. **Regulamento de listagem do Novo Mercado**. [São Paulo: Bovespa], 2002c. 38 p. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>> Acesso em 26/05/2008.
- BRANDÃO, Mônica Mansur. **A Teoria dos Custos de Transação e Reflexões Práticas de Governança Corporativa**. [S.l. : s.n.], 2004. 4 p. Disponível em <[http://www.apimecmg.com.br/artigos/142\\_M\\_M\\_Brandao\\_Janeiro\\_2004.pdf](http://www.apimecmg.com.br/artigos/142_M_M_Brandao_Janeiro_2004.pdf)> Acesso em 29/05/2008.
- BRASIL, Conselho Monetário Nacional. **Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 3121 de 25 de setembro de 2003**. Dispõe sobre a alteração e a consolidação das normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos plano de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. [Brasília], 2003. 28 p. Disponível em <[http://www.previdencia.gov.br/docs/resolucao3121\\_spc.pdf](http://www.previdencia.gov.br/docs/resolucao3121_spc.pdf)> Acesso em 31/05/2008.
- BRASIL, Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em 6/11/08.
- BRASIL, Lei n. 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)>. Acesso em 6/11/08.
- CARVALHO, Antônio G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Jan. 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf>> Acesso em 26/05/2008.

CARVALHO, Fernando J. Cardim et alli. **Economia monetária e financeira: teoria e política.** Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454 p.

COELHO, Maria Helder. **A Teoria da Agência e o funcionamento das Sociedades por Ações** [S.l. : s.n.] [1994?]. 40 p. Disponível em <[http://www.iscac.pt/eventos/7jornadas/RESUMOS/maria\\_helder\\_coelho.html](http://www.iscac.pt/eventos/7jornadas/RESUMOS/maria_helder_coelho.html)> Acesso em 05/06/2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Jun. 2002. 52 p. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 07/06/2008.

<http://www.bovespa.com.br/Principal/htm>

<http://www.cnb.org.br/html/legisla.html>

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: O governo da empresa e o conselho de administração.** 3º ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190 p.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia: tratado introdutório.** São Paulo: Abril Cultural, 1982 [original de 1920]. 1v. 272 p.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo: USP, 2003. 120 f. Dissertação de Mestrado em Administração. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833>> Acesso em 05/06/2008.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina.** Trad. Pinheiro Neto Advogados. [S.l. : s.n], 2003. 77 p. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/49/50/24277169.pdf>> Acesso em 01/06/2008.

PEIXE, Francine C. Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa.** São Paulo: USP, 2003. 98 f. Dissertação de Mestrado em Administração. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755>> Acesso em 08/06/2008.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1995. 698 p.

SILVEIRA, Alexandre de Miceli. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: USP, 2002. 152 f. Dissertação de Mestrado em Administração. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>> Acesso em 08/06/2008.

SIFFERT FILHO, Nélon. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas nos anos 90. **Revista do BNDES.** Rio de Janeiro, v.5, n.9, p. 123-146, jun. 1998.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações:** investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril Cultural, 1983 [original de 1776]. 2 v. 350 p.