

Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil

LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES
CARLOS FERNANDO DE BARROS SERRÃO*

RESUMO O presente artigo dedica uma análise ao tema da governança corporativa no Brasil procurando descrever sua evolução e avaliar a situação brasileira em termos de governança com atenção à proteção aos acionistas e aos credores. Em seguida, são discutidas algumas modificações recentes, como as alterações legislativas que redundaram na Nova Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), o Novo Código Civil (NCC), a Lei de Parceria Público-Privada (PPP) e a Lei de Recuperação de Empresas. A criação do Novo Mercado também merece destaque. Por fim, apresenta alguns estudos empíricos relacionando a adesão às práticas de boa governança corporativa ao desempenho das empresas.

ABSTRACT *This paper focuses Brazilian corporate governance evolution and practices to protect shareholders and stakeholders. It considers recent legal changes and the creation of the Novo Mercado. Finally, it shows some empiric studies about good corporate governance practices and companies results.*

* Respectivamente, advogado da Área Jurídica do BNDES e analista do departamento de Operações de Mercado Aberto do Banco Central do Brasil.

Introdução

O tema governança corporativa ganhou notoriedade mundial com os grandes escândalos financeiros, envolvendo diversas corporações nos Estados Unidos (EUA), que causaram sérios prejuízos ao mercado e despertaram a atenção da sociedade em geral para a relevância desse assunto.

A governança corporativa está relacionada à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*): clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros. Nos países anglo-saxões, sua essência está baseada em mecanismos de solução para o conflito de agência, decorrente da assimetria informacional e conflito de interesses entre as partes envolvidas (proprietários e administradores).

O movimento pela governança corporativa ganhou força em meados da década iniciada em 1980 nos EUA. Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento dos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década.

Este artigo pretende descrever esse processo, tendo em vista as mudanças legislativas brasileiras ocorridas nos primeiros anos desta década. Primeiramente, busca encontrar uma conceituação do que vem a ser governança corporativa sem a pretensão de expor um conceito definitivo. O segundo passo foi a discussão dos vários modelos de governança existentes no mundo, mais especificamente nos EUA e na Europa.

O artigo dedica uma análise ao tema da governança corporativa no Brasil procurando descrever sua evolução e avaliar a situação brasileira em termos de governança, com atenção à proteção aos acionistas e aos credores. Em seguida, são discutidas algumas modificações recentes, como as alterações legislativas que redundaram na Nova Lei das S.A., o Novo Código Civil, a Lei de Parceria Público-Privada e a Lei de Recuperação de Empresas. A criação do Novo Mercado também merece destaque. Por fim, apresenta alguns estudos empíricos relacionando a adesão às práticas de boa governança corporativa ao desempenho das empresas, nos primeiros anos desta

década, procurando mostrar o ambiente em que a legislação atual tem sido gerada.

Busca, também, atrair para o tema aqueles que só agora estão estudando essa matéria, descrevendo-a em linhas gerais, pois é de fundamental importância não só para o melhor alinhamento de interesses entre as partes envolvidas nas empresas, como também para o próprio desenvolvimento nacional pela adequada captação de recursos de longo prazo.

Conceituação

Existem várias definições para governança corporativa. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a define como "um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital". Nelson Siffert Filho (1998) a define sinteticamente como a forma que os controladores instituem mecanismos de monitoramento e controle em relação aos administradores e fazem com que estes ajam de acordo com o interesse dos controladores (numa visão mais ampla, *stakeholders*). Durval Noronha Goyos Jr. (2003) a define como um esforço contínuo e organizado de acionistas e executivos no sentido de obter o melhor alinhamento de interesses possível.

Neste último sentido, o tema surgiu na economia em função dos chamados problemas de agência, que corresponderiam aos conflitos de interesse entre aqueles que têm a propriedade (acionistas) e aqueles que têm o controle na organização. Esse conflito é muito freqüente em países como EUA e Inglaterra, onde o capital das empresas é mais pulverizado. O problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra parte. Embora o agente deva agir em benefício do outro, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista, pois, a maioria dos administradores concorda com o objetivo de maximização de riqueza do proprietário, porém, na prática, está preocupada com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens.

Em uma empresa, o controle deve ser supostamente guardião dos interesses de determinados grupos. Em alguns casos, ele deve apenas preservar o interesse dos acionistas. Em outros casos, como na Alemanha, a legislação prevê que os interesses de outros grupos, como trabalhadores, sejam considerados. Com o surgimento das modernas corporações, nas quais há sepa-

ração entre controle e gestão, as questões de governança corporativa ganharam importância. A teoria que trata dessas questões teve origem em trabalhos como os de Berle e Means de 1932 [Hamilton (2000)], que colocaram o clássico problema da Teoria da Agência. No estudo mencionado, segundo o qual as grandes corporações tinham posição acionária dispersa, predominava a idéia de que o grande problema de agência era o conflito entre administradores e acionistas, exigindo a adoção de mecanismos que forçassem os administradores a proteger o interesse dos acionistas.

A teoria da agência aborda um tipo de relação bastante frequente no sistema econômico vigente nas economias mais sofisticadas, ou seja, a relação bilateral entre um indivíduo (o proprietário – pólo principal) e um outro (o agente) no qual três condições necessárias se fazem presentes:

1. O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados. Em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que efetivamente detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras.
2. A ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu bem-estar, mas também o dos proprietários (acionistas controladores).
3. As ações do agente dificilmente são observáveis pelo proprietário, havendo assimetria informacional entre as partes.

Uma série de estudos recentes, entre os quais o de La Porta, mostra que o paradigma de Berle e Means (*op. cit*) é uma exceção restrita à Inglaterra e aos EUA. Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Dessa forma, boa governança passa a representar a adoção de medidas que protejam os minoritários das ações dos controladores. Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se enfrenta.

Antônio Gledson de Carvalho (2002) mostra como o conceito de governança corporativa ganhou relevância social a partir do momento em que se percebe que a configuração do sistema financeiro pode alterar a idéia de que os recursos na economia podem fluir naturalmente dos poupadores para os projetos mais produtivos. A existência de assimetrias de informação nas economias modernas, marcadas pela separação entre empreendedores e fornecedores de capital, muitas vezes inviabiliza o financiamento de projetos altamente produtivos.

Contrariamente ao que se imaginava, os problemas informacionais são críticos e podem afetar o potencial de crescimento de uma nação. Assim a questão da governança corporativa, que envolvia apenas a questão de justiça distributiva entre duas partes privadas, passa a moldar a percepção de governos, que passam a ver o desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais como mecanismo para a promoção do crescimento econômico.

Alguns trabalhos, como o de La Porta (1998), mostram que a prática generalizada da expropriação de acionistas minoritários acaba por inviabilizar o mercado de capitais como mecanismo de financiamento para as empresas. Além disso, os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações da empresa, isto é, da possibilidade de os investidores negociarem volumes expressivos de ações sem que haja alteração significativa de preços e, que, portanto ações com baixa liquidez devem oferecer prêmios maiores. Como a liquidez depende da presença de investidores minoritários, torna-se imperiosa a adoção de mecanismos mais eficazes de proteção a minoritários. Esse raciocínio também se estende aos credores. A pouca proteção ou mesmo a demora que os credores possam ter em fazer valer seus direitos torna o crédito mais caro.

E nesse processo, não basta a adoção voluntária de algumas empresas, pois, dado o custo elevado de obtenção de informação para cada empresa individual, existe o risco de o comportamento oportunista de algumas empresas afetar a percepção do mercado em relação às demais. Assim, o aumento da proteção aos minoritários, aos credores, e a melhoria das condições sob as quais eles tomam decisões têm sido vistos como mecanismos para a promoção do desenvolvimento.

Os critérios de governança corporativa são valores e padrões éticos que devem permear toda uma sociedade civil, envolvendo, é certo, as companhias, os seus funcionários e demais parceiros, mas também os legisladores, agentes de administração pública, membros do Judiciário, investidores, acionistas e bolsas de valores. A cobrança de tais valores deve igualmente ser feita por todos os agentes da sociedade civil. A observância de tais critérios não somente permitirá que nossa sociedade seja mais justa e eficiente, como também nosso país seja mais competitivo nos mercados internacionais [Goyos Jr. (2003)].

Nesse sentido, o debate sobre a relação entre as estruturas de governança corporativas e o seu desempenho competitivo ganhou relevo nos últimos vinte anos. A experiência dos últimos anos mostra que as posições nessa discussão sofrem o viés do desempenho das economias nacionais. No final dos anos 1980, destacava-se na boa *performance* da economia asiática, em

especial do Japão, o modelo de governança corporativa deste país. Após o crescimento da economia americana verificada na década passada, voltou a ganhar peso o seu modelo de governança corporativa marcado pelo controle externo, exercido pelo mercado de capitais. A recente crise da economia asiática tem exposto a fragilidade dos mecanismos de monitoramento interno para controlar o ímpeto dos administradores em elevar o nível de alavancagem financeira. E com os escândalos corporativos da Enron e da Worldcom, tem-se uma severa revisão do modelo de governança americano com a proposição de limitações à ação dos CEOs (tem-se o fim daquilo que Greenspan denominou *CEO-dominant paradigm*), o aprimoramento dos sistemas de monitoramento dos investidores e a reestruturação de algumas leis a serem observadas pelas companhias americanas.

Modelos de Governança

Cláudia Oliveira (2000, p. 20) ressalta que os sistemas básicos de governança corporativa encontrados pelo mundo são os que têm como base a proteção legal – EUA e Reino Unido; os baseados em grandes investidores e nos bancos da Europa Continental (Alemanha e Japão); e os sistemas baseados na propriedade familiar (no resto do mundo). Nesse ponto, é importante saber que todos os sistemas podem ser eficientes desde que cumpram os critérios apropriados ao sistema e a cultural local. O problema existe onde não se possui um sistema de governança estruturado de acordo com as particularidades do país. Nesse sentido, a adoção global aos códigos das melhores práticas, que passou a ser prioridade para a Comunidade Européia, o Banco Mundial e o FMI, deve ser vista com cuidado, sob pena de impormos modelos de governança corporativa ineficientes.

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores, desenvolvidas, o que garante a liquidez dessas participações e diminui o risco dos acionistas. Isso implica menos necessidade de monitoramento direto, pois o mercado, por meio da variação do preço, sinaliza a aprovação ou não em relação aos administradores. Mas, por outro lado, o sistema exige um grau elevado de transparência e a divulgação periódica de informações, impondo-se controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e muitas participações acionárias são de longo prazo. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões perante as administrações.

No modelo anglo-saxão, o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas, enquanto nos países cujo modelo se aproxima do modelo nipo-germânico, as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades, como empregados, fornecedores, clientes e comunidade. É possível distinguir dois tipos extremos de controle corporativo: *shareholder*, no qual a obrigação primordial do administrador é agir em nome dos interesses dos acionistas; e *stakeholder*, na qual, além dos acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado.

Apesar da identificação de dois modelos clássicos de governança corporativa – o anglo-saxão e o nipo-germânico –, devemos ressaltar que tal classificação serve mais como uma referência analítica, já que a evolução nos últimos anos tem comprometido de alguma maneira a pureza de tais caracterizações. Apesar de o modelo anglo-saxão ter sofrido críticas ao longo dos últimos anos, nos seus países de origem, é possível detectar a tendência de as mais importantes empresas da Alemanha e do Japão se aproximarem preferencialmente do modelo anglo-saxão no que diz respeito às práticas de governança corporativa. Embora seja temerário apontar para a hegemonia do modelo anglo-saxão, cabe reconhecer a importância do mercado financeiro norte-americano como fonte de recursos para empresas do mundo inteiro e a atuação de seus investidores institucionais, pela pressão exercida por determinadas normas e práticas de governança corporativa.

Rubach e Seborá (1998) realizaram um estudo da governança corporativa entre EUA, Japão e Alemanha. E evidenciou-se o seguinte:

- Nos EUA, a governança enfatiza a transparência das informações pela necessidade dos investidores de monitorar o desempenho das empresas, tornando o mercado mais eficiente. A medida de eficiência normalmente utilizada é o retorno do capital financeiro. Observou-se tendência para mudanças como a redução das restrições sobre a influência dos acionistas, aumento das relações de longo prazo e reconhecimento dos demais *stakeholders*.
- A governança corporativa de países como Japão e Alemanha é baseada nas relações entre proprietários e administradores, de forma a obter benefícios a longo prazo para ambos. Essa característica reduz os problemas de agência.
- No Japão, a rede de negócios assume uma importância maior. Entre 50% e 70% das ações de empresas listadas em bolsas são detidas por outras

empresas, no sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros de *keiretsus*. Os bancos em geral e outros investidores institucionais pouco atuam na governança corporativa, agindo apenas como monitores, sendo mais efetivos apenas em casos de baixa *performance*.

- Na Alemanha, os bancos desempenham papel de destaque (e utilizam participações acionárias para fortalecer relações comerciais com clientes) e existe a particularidade da participação dos funcionários no Conselho de Administração.

Mas, como ressaltado antes, a liberalização e internacionalização das aplicações dos recursos têm imposto mudanças nos sistemas de governança.

Desenvolvimento da Governança Corporativa

Lodi (2000, p. 34) associa a ascensão do conceito de governança corporativa à ascensão dos fundos de pensão, dos administradores de ativos e dos bancos. Durante os anos 1992-93 e nos seguintes, assistiu-se à demissão de poderosos presidentes de empresas em virtude de pressão dos conselhos de administração e de grupos acionistas. American Express, Compaq, Digital, General Motors, IBM, Kodak, Sears, Tenneco, Time Warner foram algumas das empresas que tiveram seus executivos afastados. Na Inglaterra, alguns escândalos levaram a criação de um Código de Melhores Práticas que ganhou o nome de Código Cadbury. E assim foram sendo introduzidos outros códigos em decorrência dos seguintes fatores: as crises por que passaram as grandes corporações mundiais (como a General Motors); a pressão dos fundos de pensão e dos fundos de investimento para obter maior transparência e prestação de contas; os grandes escândalos financeiros nos EUA e na Inglaterra (BCCI, Tobert Maxwell); a pressão de organismos privados, como o Instituto of Directors (IOD) da Inglaterra, o Conference Board (EUA) e a National Association of Corporate Directors (NACD, EUA). Há evidentemente uma mudança na visão institucional corrente que até o início dos anos 1990 baseava-se na idéia de que “se não gostamos da administração, vendemos as ações”. A visão institucional corrente passa a ser, então, “se não gostamos dos administradores, por que somos nós que temos que sair?”.

Uma pesquisa elaborada pelo Investor Responsibility Research Center (IRRC), no início desta década, mostrava que apenas 25% das grandes empresas norte-americanas tinham uma maioria de conselheiros realmente independentes, isto é, pessoas que não foram executivos da empresa nem

têm laços financeiros com a companhia. Mais da metade dos conselhos ainda mantinham conselheiros com mandatos irremovíveis por vários anos ou se diluía o poder dos investidores por meio de novas formas de ações votantes. Entretanto, as práticas mudaram. Alguns investidores institucionais, como o Fundo Calpers de funcionários públicos da Califórnia e o TIAA-Cred (o maior fundo de pensão privado do mundo, com uma carteira de US\$ 255 bilhões), já exigem, há anos, o enquadramento das empresas aos Códigos de Melhores Práticas. E à medida que esses investidores aplicam recursos em outros países do mundo, a pressão por mudanças acaba se alastrando.

Na Inglaterra, berço de alguns dos primeiros Códigos de Boas Práticas como o Código Cadbury, Greenbury e Hampel (primeira revisão do Código Cadbury), o debate continua aquecido, sobretudo em relação aos objetivos da empresa de atender aos interesses dos acionistas ou dos *stakeholders*.

Em 1991, o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança que tinha o Sir Adrian Cadbury como *chairman* (presidente do conselho). A Comissão Cadbury era um trabalho conjunto da Bolsa de Valores de Londres, da entidade de contadores da Inglaterra e do Conselho de Relatórios Financeiros. Desse esforço resultou o Relatório Cadbury, que foi divulgado em dezembro de 1992, inspirado na prática do mercado de capitais norte-americano. Em suas principais linhas estão as seguintes: a descrição das responsabilidades do conselho, a definição dos membros do conselho (dispondo sobre quem não deve ser conselheiro), realce à participação de membros independentes no conselho e disposição sobre a necessidade de comitês de conselho (especificamente um comitê de auditoria, um de nomeação e um de remuneração). O governo trabalhista de Tony Blair tem um grupo de trabalho para a reforma do Companies Act, que vigora desde os tempos vitorianos.

O aparecimento da governança corporativa na Itália está ligado à batalha da compra da Telecom Itália pela Olivetti (que fez uma oferta de *takeover* hostil da ordem de US\$ 48,5 bilhões) e ao Comitê Draghi (este propôs a privatização e a modernização da Bolsa de Milão, a adoção de balanços transparentes e relatórios financeiros semestrais, a divulgação da remuneração dos conselheiros e investigações mais rigorosas sobre o uso de informação privilegiada). Com isso, seu capitalismo familiar dá lugar a um novo modelo.

Na França, o grande passo foi dado pela publicação do Relatório Vienot, que recomenda transparência pública para a remuneração dos diretores e conselheiros, a limitação de até cinco conselhos em que um conselheiro pode

exercer o cargo, a maximização do ganho dos acionistas, a criação de comitês – especialmente os de auditoria e remuneração – e a eleição de conselheiros independentes. E com isso, 87% das empresas que compõem o índice CAC da Bolsa de Paris seguem as recomendações do Relatório Vienot.

As grandes empresas alemãs cultivavam o sigilo, a não-transparência e a desconfiança, e, agora, empresas como Schering, Metro, Allianz, Deutsche Telekom, Dresdner Bank, Deutsche Bank e Hoechst, estão aderindo às melhores práticas de governança corporativa. O maior problema na Alemanha continua sendo o sistema de dois níveis de conselhos, sendo que no Conselho Superior os sindicatos são representados por um “conselheiro do trabalho”. Isso gera conflito de interesses quando uma empresa precisa fechar uma fábrica ou fundir unidades. Um exemplo pode ser encontrado no caso da BMW, em 1999, quando os empregados forçaram a renúncia do diretor-presidente.

Essa evolução reflete-se no Brasil por meio de subsidiárias de grupos estrangeiros. Entretanto, diante das experiências nacionais condicionadas por diferentes realidades, deve-se estudar como as empresas desenvolvem estruturas de governança ótimas para suas circunstâncias culturais e institucionais próprias.

A Governança Corporativa no Brasil

O cenário da governança corporativa vem passando por profundas alterações. Nas décadas de 1950 e 1960, predominava a presença forte 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, surge a 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. 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 transformações estruturais ocorridas nos anos 1990 – abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – produziram importantes reflexos entre as principais empresas. Com isso, puderam-se perceber a ampliação do poder dos conselhos; a presença de um forte mercado de investidores institucionais; os litígios que ajudaram a fazer progredir os controles e a legislação; e o questionamento sobre os pareceres das auditorias independentes nos casos dos bancos sob intervenção (entre eles o Banco Nacional, o Banco Econômico e o Banco Noroeste). Como ressalta Nelson Siffert Filho (2000, p. 20), em seu estudo sobre as mudanças no controle societário das cem maiores empresas não-financeiras na economia brasileira, na década de 1990 surgiram novas formas de governança corporativa, em especial aquelas decorrentes do controle acionário compartilhado.

O processo de privatizações foi o grande responsável por essa transformação. Nos casos dessas empresas, as questões de governança corporativa ganharam 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 passaram a ser desenhados pelos acionistas controladores.

Ressalta que, entre as tendências de mudança no controle societário observadas no universo das 100 maiores empresas brasileiras não financeiras, duas se destacam: a ampliação da participação do capital estrangeiro (a participação das empresas estrangeiras no total das receitas do grupo de 100 empresas aumentou de 27% para 38% no período de 1990 a 1997) e a relativa redução do controle familiar. Entre as empresas familiares nacionais, embora haja na economia brasileira um núcleo relativamente robusto, com sólida posição patrimonial e uma gestão moderna, em seu conjunto, encontram-se sujeitas aos seguintes tipos de pressão: demanda por profissionalização da gestão, necessidade de estabelecer alianças estratégicas e limitações à estrutura de capital.

A visão tradicional do capitão de indústria, que ainda imagina que “quem não é dono de tudo não é dono de nada”, não é mais adequada para um contexto em que o capital de risco tende a se tornar a fonte de recursos menos onerosa e mais adequada em termos de governança financeira (pela redução das assimetrias informacionais entre os fornecedores de capital e os administradores da empresa).

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.

Conforme pode ser constatado em pesquisa feita com a CVM, atualmente se cometem dezenas de irregularidades que acabam prejudicando o alinhamento de interesses entre os *stakeholders* das empresas. Entre essas irregularidades destacam-se as seguintes: criação de condições artificiais de demanda; pareceres de auditoria irregulares; utilização de informação privilegiada na negociação de ações; alienação de controle sem a realização de oferta pública para a compra de ações ordinárias (*tag-along*); abuso de poder do acionista controlador pela concessão de empréstimos a empresas coligadas sem a cobrança de encargos financeiros; descumprimento dos prazos para a publicação de demonstrações financeiras e para a realização de assembleias gerais; infringência do dever de informar dos administradores em operações com base em informação privilegiada, não disponível ao público investidor; elaboração, auditoria, divulgação das demonstrações financeiras.

O panorama do início desta década apontava para a redução do número de empresas que captam recursos no mercado local lançando ações e para o fechamento de capital. Os exemplos de fechamento de capital normalmente estavam vinculados à entrada de capital estrangeiro: Freios Varga após a compra pela multinacional Varsity, CBV de equipamentos de petróleo que foi adquirida pela SMC Corp, Agrocereis após ser incorporada pela Monsanto. Os volumes negociados em nossas bolsas de valores indicavam que o mercado de ações brasileiro estava decrescente e decadente e que as bolsas haviam perdido o atrativo. O principal motivo estava associado ao fato de o custo de capital de terceiros ser superior ao retorno dos ativos, bem como aos custos relativos ao lançamento de ADRs na Bolsa de Nova York. Percebe-se claramente que o foco das aplicações concentrava-se no curto prazo e na liquidez, o que é em grande parte explicado pelas elevadas taxas de juros reais praticadas.

Embora tenha ocorrido uma reversão desse quadro nos últimos anos, essa situação não estará totalmente superada enquanto não houver um fluxo confiável de capitais domésticos que atenda às necessidades de investimento com desintermediação bancária. Analisada a definição, o contexto histórico e nacional, é preciso passar a comentar outros fatores que podem influenciar a estrutura de governança das companhias.

Proteção a Acionistas

A governança corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendida à luz do modelo de desenvolvimento do mercado de capitais a partir da Lei 4.728/65. Até então, o mercado acionário era bastante desregulado. A partir da percepção governamental de que o mercado de valores mobiliários era importante para o desenvolvimento do país criou-se uma legislação própria (com destaque para a Lei 6.385/76, que disciplinou o mercado de capitais e criou a CVM, e a Lei 6.404/76, que modernizou sobre as sociedades por ações) e desenharam-se incentivos para a promoção desse mercado. Considerava-se a hipótese básica de que faltavam compradores, ou seja, tratava-se de um problema de demanda. O modelo implantado foi largamente baseado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundos 157, por exemplo) e houve a criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão de comprar ações.

A maioria das empresas era de propriedade de grupos familiares com limitada capacidade de investimento e a emissão de ações poderia implicar o risco da perda de controle das empresas se a maioria das ações votantes fosse posta em negociação. Para aliviar tal impasse, foi introduzida, na legislação, uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais para até 66%. Isso propiciava a manutenção do controle da empresa com percentuais de apenas cerca de 17% do seu capital. Posteriormente, com a mudança introduzida pela Lei 9.457/97, procurou-se compensar o direito de voto suprimido com o pagamento de dividendos 10% acima daqueles pagos às ações ordinárias.

O uso de ações sem direito a voto, por permitir o controle de uma empresa com uma pequena porcentagem do seu capital, constituiu um dos maiores incentivos à expropriação dos minoritários. E, com isso, as ações preferenciais compradas ao longo das décadas de 1970 e 1980 foram perdendo sua atratividade.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica reguladora do mercado de capitais, não foi na origem apropriadamente desenhada e

aparelhada para executar suas funções. Seus diretores não possuíam mandatos administrativos, podendo ser exonerados à discrição do Presidente da República ou do ministro da Fazenda. Além disso, a agência não possuía dotação orçamentária própria. Aliando-se isso à falta de quadros experientes, a CVM tornava-se limitada para cumprir suas funções. Somente nesta década, a Lei 6.385/76, que criou a CVM, teve diversos artigos alterados pela Lei 10.303, de 21 de outubro de 2001, e pelo Decreto 3.995, de 31 de outubro do mesmo ano, com uma ampliação substancial de seu poder de regulação e de fiscalização, incluindo as Bolsas de Mercadorias e de Futuros.

A atribuição da CVM passou a estender-se a todas as sociedades emitentes de títulos de captação de massa, mesmo os pecuários, desde que haja distribuição pública desses ativos, independentemente, pois, do tipo de sociedade que os emitir (mesmo sem ser companhias).

Outro aspecto importante é que o *free-float* de ações ordinárias é geralmente muito reduzido, o que impõe a concentração dos portfólios dos minoritários em ações preferenciais. Sem direito a voto, esses investidores tornam-se extremamente passivos. Além disso, as bolsas de valores não são ativas nas questões de regulação e proteção a minoritários.

A partir dos anos 1990, com a falência de algumas companhias abertas fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa. A liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, revelando esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trouxe dúvidas sobre a eficácia das auditorias independentes. Similarmente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias empresas evidenciaram a necessidade de melhoria na gestão e o claro abuso dos controladores.

No mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) intensificaram sua participação nos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas como a Perdigão, Usiminas, Acesita, CSN e Vale do Rio Doce. O próprio modelo de privatização influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado, principalmente pela formação de consórcios que popularizou um modelo de controle compartilhado. Nesses consórcios, os membros compartilham assentos nos conselhos de administração. E essa maior participação dos investidores institucionais deixou de ser passiva para ser mais atuante e passou a demandar melhores padrões de governança corporativa. Deve-se ressaltar que, com o objetivo de viabilizar as privatizações e maximizar o valor do controle das empresas, a Lei 9.457/97 retirou as cláusulas de

tag-along e direitos de recesso de minoritários, até a revisão da Lei 10.303/01.

A mudança de atitude dos investidores institucionais, aliada à internacionalização do mercado de capitais brasileiro (com o crescente número de empresas acessando o mercado internacional por meio de ADRs), à abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais e ao aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional, forçou algumas empresas a rever o tratamento dado a acionistas minoritários. Entretanto os seis incidentes reportados a seguir mostram como ainda é difícil a situação de minoritário:

1. Na aquisição da Renner pela J.C. Penney foram adotados critérios diferentes para a compra de partes minoritárias;
2. Na compra do Mappin por Ricardo Mansur foi escondida uma dívida do controlador com o BNDES, fato que levou a CVM a exigir aumento da oferta pública;
3. Na venda do Banco Real para o Banco ABN-AMRO, o minoritário Abram Szajman contestou decisões do majoritário referentes à transferência de despesas entre empresas;
4. Na venda da Fundação Tupy para Fundos de Pensão, os minoritários exigiram oferta pública de compra a estes;
5. Na compra do Banco Noroeste pelo Santander, minoritários questionaram o valor das ações do primeiro; e
6. Na incorporação do Banco Nacional pelo Unibanco, minoritários contestaram a separação entre a “parte boa” e a “parte podre” e pediram o ressarcimento de suas ações.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) criaram um índice de proteção a acionistas minoritários baseado nos direitos de voto. O índice é um número inteiro entre zero e cinco e é construído pela soma de um ponto cada vez que um dos cinco critérios a seguir é obedecido:

- base legal para que os acionistas votem em assembleias por meio de procurações;
- direito de representação proporcional no Conselho de Administração;
- direito de redimir ações pelo valor patrimonial quando certas decisões fundamentais – fusão, mudança de estatutos etc. – são tomadas (direito de recesso);

- direito de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido;
- porcentagem do capital necessário para convocar uma assembléia extraordinária (soma-se um ponto quando esse percentual é menor que 10%).

Segundo esse estudo, o Brasil alcançou três pontos, sendo que África do Sul, Canadá, Chile, EUA, Hong Kong, Índia, Paquistão e Reino Unido alcançaram cinco pontos. Mas deve-se ressaltar que, no caso do Brasil, onde a maior parte das ações não carrega direito a voto, esse índice foi superestimado.

Nos EUA, mais de 45% da poupança das famílias são aplicados no mercado de capitais. Na década de 1930, esse percentual chegou a corresponder a menos de 5% da poupança, resgatada a partir da crise de 1929 com uma nova legislação que exigia das companhias mais transparência. A prosperidade americana decorre da confiança do público investidor em suas empresas e, em consequência, no mercado de capitais. A fragilidade do nosso mercado acionário deriva, principalmente, de uma lei que não soube proteger os acionistas minoritários, que muitas vezes só não têm o controle, embora detenham a maioria das ações. No Brasil, segundo relatório da McKinsey publicado em junho de 2000, as empresas, por não garantirem transparência ou retorno no investimento, eram obrigadas a lançar suas ações por um valor inferior ao que suas condições econômicas permitiriam, deixando de ganhar um prêmio de seus acionistas da ordem de 22,9%.

Proteção a Credores

Contrariamente ao mercado de capitais, o mercado de crédito é caracterizado pela presença de grandes conglomerados com capacidade para formação de *lobbies*. No entanto, essa situação não implica maior proteção aos credores. Uma das razões é que, por décadas, em virtude de altas de inflação, juros elevados e déficits governamentais, o sistema bancário nacional teve como atividade dominante o financiamento do setor público, o que colocou em segundo plano o crédito para as empresas privadas, com riscos diversos como o de mercado.

Uma das peças centrais para a proteção dos credores é a legislação sobre insolvência (antiga lei de falências e concordatas datava de 1945). A Lei de Falências datava de 1945, período caracterizado por intenso populismo e forte ideologia trabalhista. Enquanto o Congresso não aprovou uma nova lei de insolvência, com foco na recuperação de empresas e não na (estigma-

tizada) falência, tivemos de conviver como uma lei que protegia excessivamente os sócios controladores. A lei de falências imaginava um ambiente empresarial extremamente mais simples que o de hoje, tornando várias de suas orientações descabidas. Isso se refletia na dificuldade de os credores conseguirem a decretação da falência, assumirem o controle da empresa, quando esta não honrava seus compromissos, ou até mesmo recuperar seu crédito. Os processos de concordata e falência eram demorados e podiam levar muitos anos até a sua conclusão.

O sistema de classificação de créditos na falência privilegiava fortemente os créditos trabalhistas e fiscais em detrimento dos fornecedores e credores com garantias ou financiadores de capital de giro. Na lei de falências que vigorou até início de 2005, os direitos vinham na seguinte ordem de classificação dos credores:

1. trabalhistas;
2. fiscais (União, estados e municípios);
3. com garantias reais;
4. com privilégio especial;
5. com privilégio geral (exemplo: garantia flutuante);
6. quirografários;
7. tomadores subordinados; e
8. sócios.

Na nova lei, há uma inversão de posições entre os créditos fiscais e aqueles com garantia real, bem como um limite para os créditos trabalhistas preferenciais.

Em virtude do tempo necessário para a liquidação judicial e das prioridades dos direitos sobre a massa falida, as garantias reais que as empresas podiam oferecer aos credores possuíam pouco valor. Isso dificultava a concessão de empréstimos e propiciava a cobrança de juros além da média internacional.

Tendo em vista os critérios da legislação anterior, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) também criaram um índice de proteção aos credores. Esse índice é um número inteiro entre zero e quatro e é formado pela soma de um ponto cada vez que um dos quatro critérios é obedecido:

- Restrições para que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em caso de concordata;

- Em caso de falência, as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses (tributos, trabalhistas);
- Existência de restrição para entrar em concordata (tal como permissão dos credores);
- Interventor indicado por um tribunal como responsável pela administração da firma concordatária.

O Brasil apresentava fraco desempenho nesse critério (atingindo apenas 1 ponto). Num universo de 47 países, 32 países apresentavam desempenho superior ao do Brasil.

A avaliação do grau de proteção a minoritários e a credores depende também de outros fatores tais como: qualidade das informações contábeis, eficiência e integridade do Judiciário e nível de corrupção do governo. Carvalho (2002, p. 24) mostra o fraco desempenho alcançado pelo Brasil em pesquisas que avaliavam de alguma forma esses critérios. Esses índices confirmam a percepção de que no Brasil é restrita a possibilidade de os indivíduos terem preservados os seus direitos societários.

Nesse aspecto, há que se ressaltar o importante papel do Sistema BNDES, originalmente por meio de sua subsidiária integral BNDESPAR, cuja atuação passava não só pela participação em emissões de debêntures conversíveis como pela subscrição de ações. Esse caráter duplo do Sistema BNDES – de credor e de acionista – somava-se a seu papel de banco público de fomento, interessado no fortalecimento do mercado de valores mobiliários, não só para dar liquidez a seus investimentos como também para gerar novas fontes de crédito de longo prazo em projetos aceitos pelo mercado, de forma a liberar recursos de seu balanço para investir em infra-estrutura, que tem outras características de captação.

O papel do Sistema BNDES sempre foi o de incluir cláusulas contratuais nos empréstimos ou nas escrituras de emissão de valores mobiliários que buscassem o atendimento às condições, pelos menos dos níveis inferiores do Novo Mercado. Mesmo para um credor, há sempre uma preocupação com a apropriação de resultados, com a transparência e com a qualidade dos dados disponibilizados para a avaliação de exposição ao risco. Isso gerava naturalmente um incremento nas práticas de governança corporativa, que atendia também às necessidades de transparência exigidas pelos credores em operações mais complexas, envolvendo ou não outras fontes de recursos.

Mudanças Recentes

Nos últimos anos, governança corporativa tornou-se preocupação central para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. Isso pode ser sentido em várias iniciativas, como o Novo Código Civil, a alteração da Lei das Sociedades Anônimas, a Lei de Recuperação de Empresas, a criação do Novo Mercado, os poderes atualmente atribuídos à CVM (que passou a ter *status* de agência reguladora com autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária e dirigentes com mandato fixo de cinco anos), a Lei de Parceria Público-Privada e a adesão voluntária de algumas empresas. Algumas iniciativas de empresas têm mostrado a crescente preocupação com o alcance do maior alinhamento de interesses possível. Entre essas iniciativas podem-se destacar as que têm em seus estatutos cláusulas que asseguram o *tag-along* a 90% do preço obtido pelos controladores e ainda a oferta de permuta para os detentores de ações sem a cláusula de *tag-along*; outras, que asseguram um *tag-along* a 100% do preço do controlador, e aquelas nas quais todas as ações são ordinárias e existe um *tag-along* diferenciado (se o preço for superior a 40%, a oferta deverá abranger todas as ações).

Deve-se ressaltar, que no Brasil, no que tange ao controle das empresas, iniciou-se nova etapa de desenvolvimento em que o controle começa a deixar de ser familiar e estatal para tornar-se compartilhado. Isso significa que quem controla não permanece necessariamente na gestão, ocasionando a separação entre a gestão e o controle do capital evidenciada por Berle e Means *op. cit.* Esse processo foi reforçado pelas privatizações e pela globalização, estimulando fusões e aquisições de empresas em âmbito mundial na busca da competitividade.

Em decorrência da chegada de capitais internacionais, há um maior intercâmbio de culturas e chegam até nós práticas de gestão obedientes à governança corporativa. Alguns investidores estrangeiros, acostumados com tais práticas, condicionam a inversão de recursos à existência da mesma governança obtida em seus países de origem.

Aliado a tudo isso, a existência de subsidiárias de companhias norte-americanas submetidas à lei Sarbanes-Oxley (que endureceu os controles nas companhias que buscam recursos junto ao público) e de empresas brasileiras com títulos negociados no mercado de capitais dos EUA, que também devem subordinar-se aos princípios aplicados naquele país, tornaram nossas práticas mais próximas das que vêm sendo exigidas no exterior, divulgan-

do-as imediatamente e levando investidores nacionais a exigir direitos semelhantes. Soma-se a isso o papel fundamental que a CVM vem exercendo na exigência de transparência e de novas posturas pelos agentes de mercado.

A Modificação da Lei das Sociedades Anônimas

Há um grande descompasso entre as condições econômicas à época da implementação da Lei 6.404/76 e o cenário atual. Na década de 1970, as atividades produtivas estavam voltadas essencialmente ao mercado interno. O Estado brasileiro exibia ampla capacidade de se endividar e, ao mesmo tempo, prover créditos subsidiados para as empresas. Num mercado protegido da concorrência estrangeira, as companhias ainda dispunham de liberdade para impor margens de lucros que lhes garantiam autofinanciar-se com facilidade.

São evidentes as mudanças do cenário. No atual ambiente econômico, a atuação pública passou a dar-se sob condições fiscais restritas, o que forçou a redefinição de prioridades. A iniciativa privada foi obrigada a lutar pela preservação de mercados até então cativos. Teve, com a abertura comercial, de competir em escala global e realizar pesados investimentos, sob pena de sucumbir. Num mundo de fronteiras abertas, os investidores institucionais ganharam muita importância.

Cumpramos ressaltar que a Lei 6.404/76 continua sendo um diploma legal de excepcionais qualidades, representando a vanguarda do pensamento jurídico à época. Mas, conforme afirmado por seus autores Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira (1997), que transcreveram as palavras de um autor francês da primeira metade do século XX,

o destino das leis sobre sociedades por ações é serem modificadas sem cessar: seja a pedido do público, que reclama a insuficiente proteção contra a fraude, cujos aspectos proteiformes e meios de ação aperfeiçoados freqüentemente conduzem ao insucesso dos atos normativos mais bem estudados; seja a pedido do alto comércio e da finança, que entendem poder se desenvolver sem entraves inúteis, e adaptar suas empresas, sem risco de contrariar proibições em desuso, às formas e novas combinações que o progresso faz surgir incessantemente.

Assim sendo, a reforma levada a efeito teve por escopo introduzir na Lei das S.A. um conjunto de disposições que se traduzem em maior proteção aos acionistas minoritários, sob a inspiração das modernas concepções de governança corporativa, em especial no que se refere ao aumento de prote-

ção de interesses patrimoniais desses acionistas, bem como incremento da transparência e do dever de prestação de contas da administração das companhias. Entre as principais inovações da nova Lei das S.A. destacamos os seguintes pontos:

1. Proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social.
2. Redução da proporção no capital social entre ações preferenciais e ordinárias, para 50%, exigindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto, visando aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle.
3. Eleição de um membro do Conselho de Administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social. No caso de acionistas titulares de ações com direito a voto é assegurada a eleição de um membro a titulares de 15% do total das ações com direito a voto.
4. Direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser realizada quando da alienação do controle da companhia (*tag-along*).
5. A criação de vantagens mais efetivas às ações preferenciais negociados no mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Uma das recentes inovações é a imposição de que as ações preferenciais com direito de voto restrito ou vetado somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários se tiverem: I- direito ao dividendo de, no mínimo 25% do lucro (artigo 202 da Lei das S.A.), com prioridade a 3% do PL da ação, e igualdade de condições com as ordinárias; ou II- dividendo pelo menos 10% maior que as ordinárias; III- serem incluídas em oferta pública de alienação de controle (*tag-along*), assegurado dividendo pelo menos igual aos das ordinárias.
6. O fortalecimento do direito de recesso, pois, além de se acrescentar cisão, em determinadas hipóteses, no rol das deliberações possíveis de recesso alterou-se o critério legal de dispersão, que passa a ser relacionado à espécie ou classe de ação do acionista dissidente.
7. Previsão da possibilidade de se instituir estatutariamente a arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (art. 109, § 3º).

Além dos poderes fortalecidos da CVM, este órgão passa a ser autofinanciado, isto é, suas receitas podem ser utilizadas para cobrir os próprios gastos. Até então, para funcionar, a CVM tinha de aprovar seu orçamento anual junto ao Tesouro, para onde fluíam diretamente suas receitas. Apesar de reduzir o superávit fiscal do governo (com a fiscalização da indústria de fundos, a CVM vem conseguindo ser altamente lucrativa), essa medida dá ao órgão regulador condições de redimensionar sua estrutura para o tamanho do mercado.

Novo Regime Jurídico das Sociedades Limitadas e Governança Corporativa

Entre as mudanças mais debatidas no Novo Código Civil (NCC) estão as referentes à nova disciplina jurídica das agora chamadas “sociedades limitadas”, antes sobriamente reguladas pelos 18 artigos do Decreto 3.708/19.

A importância dessas discussões tem fundamento. As limitadas correspondem, de longe, ao tipo societário mais utilizado no país, até mesmo por razões históricas – quando da promulgação de sua legislação, em 1919, era necessário o número mínimo de sete pessoas para constituir-se uma sociedade anônima. A simplicidade de suas regras e o pouco formalismo de sua operação a tornaram a forma mais procurada pelos pequenos e médios empresários para exercer a atividade empresarial. O Estatuto da Microempresa, por exemplo, é aplicável apenas às sociedades limitadas. Por outro lado, a ausência de um sistema de publicidade nas prestações de contas e o campo flexível deixado à atuação quase totalmente livre da vontade dos sócios fizeram com que atendessem também a alguns interesses de grandes grupos econômicos (como *holdings*, por exemplo).

Cabe uma advertência preliminar aos que pensam tratar-se este de tema não afeito às limitadas. Essa é uma confusão frequente até no meio especializado, da mesma forma que também o era a equívoca equiparação de governança corporativa à proteção de acionistas minoritários. A governança corporativa, em sentido mais geral, pode versar sobre o sistema de governo, administração e controle de uma instituição qualquer – seja empresarial ou não, com finalidade lucrativa ou filantrópica, controlada por capitais públicos ou privados, e qualquer que seja a forma adotada, societária, associativa, cooperativa. Governança corporativa não é assunto privativo de companhias. Qualquer instituição possui uma estrutura de governança, um conjunto de procedimentos e controles que disciplina as relações entre os nela

envolvidos. Essa estrutura poderá ser boa ou má, mas governança existe, esteja expressa ou resulte de comportamentos adotados ou costumeiros.

O NCC impôs às limitadas um sistema radicalmente novo de governança corporativa, aproximando-o, ou pelo menos tentando aproximá-lo, em diversos tópicos daquele delineado para as sociedades anônimas. Houve uma delimitação considerável à autonomia da vontade dos sócios em dispor sobre suas próprias regras de governança, princípio que, como vimos, vigia quase sem amarras em nosso sistema jurídico.

Apesar de o meio empresarial estar adaptado ao regime anterior, não foram poucos os abusos cometidos em sua vigência. O minoritário podia ser excluído pelo controlador dos quadros sociais do dia para a noite, ante a simples alegação, provada ou não, de extinção do clima de harmonia e cooperação entre eles (a chamada *affectio societatis*). Além disso, dependendo da redação do contrato social, o sócio de menor participação praticamente não tomava parte do processo de formação da vontade social. Ficava, nas deliberações sociais, sujeito à vontade exclusiva do controlador, pois o poder da maioria do capital social (50% mais um voto) era, de fato e de direito, incontestável.

Em ambas as hipóteses, lembrarão alguns, restava a proteção do direito de recesso, ou seja, o direito do minoritário retirar-se da sociedade mediante reembolso integral de sua participação. Contudo, a retirada é um direito financeiro em essência (sobre o patrimônio da empresa) que o sócio já tinha e que podia exercer a qualquer tempo, na forma prevista no contrato social. Além disso, o tal pagamento integral de sua participação dependia na quase totalidade dos casos de um processo, apuração e pagamento judiciais, com todos os custos, econômicos e sociais aí envolvidos. Esse desequilíbrio gritante entre sócios de uma mesma entidade – um com direito exclusivo de formar a vontade social e outro apenas com direitos patrimoniais – fazia da relação societária um instrumento de coerção e dominação, jamais de cooperação e respeito recíproco.

E os minoritários com algum poder de barganha perante o controlador (por exemplo, por possuir capital, conhecimentos tecnológicos ou habilidades estratégicas valiosas) tratavam logo de providenciar, concomitantemente à sua entrada na sociedade, um acordo de cotistas bem negociado e redigido. Era a garantia mínima de algum poder político, para que seus direitos não restassem dependentes da vontade do controlador, ou para assegurar-lhes uma saída digna, mais barata e rápida, nas hipóteses de recesso e retirada.

Em outras palavras, cooperação e respeito, quando presentes, não eram efeitos normais do contrato social, mas o resultado de concessões mais ou menos voluntárias do controlador em negociações privadas com os minoritários que de algum modo lhe fossem importantes.

Grandes conglomerados brasileiros, em todos os setores, alguns de relevante interesse público, adotaram nos últimos tempos o tipo jurídico das limitadas em algumas de suas sociedades participantes. Estas apareciam freqüentemente como controladoras ou acionistas relevantes de companhias de capital aberto, isto é, que apelaram à poupança popular. Particularmente nessas grandes reuniões de capital e poder econômico, verdadeiras macroempresas, a adoção da forma limitada descumpria vários princípios de governança corporativa. Era um paradoxo resultante do sistema, com o inconveniente de que esse paradoxo tinha força de lei.

Empresas com alto grau de concentração de capitais, não importa o tipo societário, precisam ter obrigações mínimas perante o público em geral e, mais especificamente, perante seus trabalhadores, consumidores, investidores, fornecedores e comunidade onde atua. Trata-se de interesses legítimos, mas cujos titulares ficavam praticamente impossibilitados de defender ante à opacidade das limitadas.

As limitadas não tinham compromisso legal com a transparência e a divulgação pública de informações (*disclosure*). As regras de prestação de contas e responsabilidade pelos resultados por parte dos administradores e sócios (*accountability*) eram medíocres. Não se cogitava, como já visto, de um sistema minimamente equilibrado de formação da vontade societária, o que fere o princípio da equidade de tratamento entre os sócios. Nesse sentido, o regime jurídico das limitadas requeria mesmo uma mudança. Regras aprimoradas de governança corporativa faziam-se necessárias. Sobretudo num momento em que escândalos corporativos nos levam a repensar os modelos societários, não podemos nos furtar a essa discussão. Independentemente do avanço ou retrocesso, as disposições do NCC estarão justificadas por isso, ao menos em parte. Ainda que venham a provocar, como se vem dizendo, declínio desse tipo societário e maior procura pelas sociedades por ações.

O processo de formação da vontade social agora passa a ser minimamente regulado, com a realização de Assembléias Gerais, obediência a uma série de formalidades, convocações, publicações, livros societários etc. (cf. arts. 1.072 a 1.078). Nas sociedades com até dez sócios as exigências são atenuadas, podendo a deliberação ocorrer em reunião, sem necessidade de

publicações. Reunião ou assembléia fica dispensada se todos os sócios decidirem por escrito sobre a respectiva matéria (art. 1.072, § 3º). Da mesma forma que nas sociedades anônimas, as formalidades de convocação de assembleias são prescindíveis se todos os sócios comparecerem ou se declararem cientes por escrito do local, data, hora e ordem do dia (art. 1.072, § 2º).

Novas estruturas sociais foram previstas, como o Conselho Fiscal, de instituição facultativa. Acabam as figuras do “sócio-gerente” e do “gerente delegado”, que serão substituídas pelo “administrador” (art. 1.172). A administração e gerência sociais, antes privativas do sócio, a partir de agora (desde que o contrato social assim o permita), podem ser exercidas por não-sócio (art. 1.061), o que é um estímulo à profissionalização da gestão. Os administradores são obrigados a elaborar demonstrações financeiras da empresa (“inventário, balanço patrimonial e balanço de resultado econômico”, nomenclatura ultrapassada e de péssima técnica) e a prestar contas de sua gestão ao menos anualmente.

A maioria do capital não é mais garantia do controle de uma limitada. Exige-se agora o quórum de $\frac{3}{4}$ (75%) do capital para modificações no contrato social (1.076, I).

Como sempre acontece, o significado de muitas disposições da nova lei dependerá de estudo doutrinário, aplicação prática e interpretação judicial. O novo regime jurídico das limitadas provocará alterações profundas nas relações internas de poder e no relacionamento entre sócios controladores e minoritários, tornando obrigatórios o diálogo, a colaboração e a cooperação entre estes.

O Novo Código Civil, quando trata da personalidade jurídica das sociedades regulares, segregando o patrimônio de sócios do risco da sociedade, reforçou a aplicação da Desconsideração da Personalidade Jurídica em seu artigo 50, que já era aceita pela jurisprudência e nominada no Código de Defesa do Consumidor, tornando maior a responsabilidade patrimonial dos sócios, que podem responder por execuções contra a sociedade de que participam. Embora, em princípio, a Desconsideração só devesse ser aplicada em caso de fraude comprovada em juízo, essa teoria reforça a posição dos credores, especialmente trabalhistas, diante do entendimento amplo que vem sendo adotado, especialmente na Justiça do Trabalho. Isso é importante para a governança corporativa por vários motivos e não só nas Limitadas, mas, especialmente, pelas questões levantadas entre administradores e gestores.

Administradores podem ser responsabilizados patrimonialmente por atenderem a orientações de gestores que signifiquem fraude ou abuso de direito, e gestores podem ser executados por atos praticados por administradores de suas sociedades.

A nova legislação das sociedades limitadas trouxe-as ao centro da discussão acerca da governança corporativa, impondo a necessidade de novas linhas de pesquisa, voltadas para estudos que procurem resolver questões do tipo como avaliar o desempenho de sociedades limitadas em função da adoção de práticas de governança corporativa.

Lei de Recuperação de Empresas

Embora recente, a nova Lei de Recuperação de Empresas que veio substituir as regras da antiga Lei de Falências, vem criando muitas expectativas de que se alterem as práticas meramente patrimonialistas adotadas até aqui nessa matéria.

Essa nova lei (11.101 de 9 de fevereiro de 2005) aplica a teoria da empresa, já consagrada pelo Novo Código Civil. Os pilares da governança corporativa (transparência, prestação de contas e ética) devem ser aplicados tanto à recuperação de empresas como à falência, estendendo bastante seu campo de estudo no direito empresarial.

A possibilidade do uso de recuperação extrajudicial, com o envolvimento dos credores no processo de tomada de decisão sobre o negócio, permite que haja um foco mais voltado à manutenção de um fluxo de caixa operacional, garantindo-se o fornecimento de capital de giro necessário à sobrevivência da empresa. As assembleias de credores, nos termos da lei, guardam muitas semelhanças com as fórmulas de gestão de projetos estruturados que permitiram o financiamento de sociedades de propósito específico (SPEs) em *project finances* para concessionárias de infra-estrutura. São, assim, instrumentos legais e financeiros conhecidos pelo mercado financeiro e de capitais.

Embora ainda haja dúvidas a respeito do papel exato que os créditos fiscais podem representar, a idéia de que haverá um limite aos créditos hoje privilegiados permite supor uma avaliação de risco mais delimitada e uma queda do custo de capital.

Naturalmente, gestão compartilhada só pode ser compreendida com um aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa usadas até hoje. A própria capacidade de recuperação da empresa será determinada pela transparência e pela contestabilidade permitida aos credores. O uso de indicadores e de entidades certificadoras será também vital para a credibilidade que se espera obter em todo o processo.

Lei de Parceria Público-Privada (PPP)

A Lei 11.079, de dezembro de 2004, é um bom exemplo de como as práticas de governança corporativa estão sendo paulatinamente adotadas ante a expectativa de resultados concretos de atração de investidores. Embora seja uma lei que trata de normas de concessão de serviços públicos, a Lei de PPP foca a questão da implantação e da operação de infra-estrutura em uma sociedade de propósito específico (SPE), que deverá ser obrigatoriamente criada para esse fim.

As exigências relacionadas na lei lembram que o financiamento dessa parceria ficará submetido à análise do risco de um fluxo de caixa derivado do projeto e de sua complementação pelo parceiro público. A análise dessas operações terá de ser feita em bases de transparência, divisão de poder, ética e prestação de contas, compreendidas pelo estudo de governança corporativa.

Não só a SPE (perante os credores) como o próprio poder público deve submeter-se a regras de observância de mitigação de risco, definidas pelos limites legais para a realização da licitação e para dar credibilidade à obrigação de participar com parte da receita do projeto. A possibilidade de atrair investidores institucionais para esses projetos será função de sua capacidade de atender às exigências de proteção de seus interesses como sócios ou como credores. Entretanto, a CVM – recentemente e seguindo a tendência da Securities and Exchange Commission (SEC) norte-americana – determinou a inclusão, no balanço das companhias abertas, do risco representado pelos projetos segregados por meio de SPE, privilegiando a governança corporativa em detrimento da atração de investimentos, demonstrando que essa contradição está longe de terminar.

Novo Mercado

A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado assume a liderança na condução das

reformas. Essa iniciativa foi inspirada no Neuer Markt alemão. Na experiência alemã percebeu-se que uma reforma legislativa pode alterar as regras referentes às empresas que já abriram seu capital, mas são desnecessárias para as novas empresas que abrem seu capital. A partir dessa constatação, a Bolsa alemã criou um segmento especial, o Neuer Markt. A empresa que quer abrir seu capital tem duas opções: entrar para algum dos mercados acionários tradicionais ou ingressar no Neuer Markt. Se optar por algum dos mercados tradicionais, a empresa deve seguir apenas o estabelecido na lei. No entanto, para ingressar no Neuer Markt, a empresa tem que assinar um contrato privado com a Deutsche Börse, que estabelece regras bastante restritivas a fim de oferecer proteção aos minoritários. Para exemplificar, entre outras, temos as seguintes: emitir somente ações ordinárias; publicar demonstrativos trimestrais seguindo padrões contábeis internacionais; os controladores não podem vender as ações dentro do prazo de seis meses da abertura de capital; submissão a um código de *takeover*; e garantia de liquidez para as ações. A vantagem de estar no Neuer Markt é que o preço das ações é consideravelmente maior e, assim, o Neuer Markt torna-se um mecanismo que permite às empresas enviar um sinal amigável aos investidores minoritários, diferenciando-se das demais.

A criação do Novo Mercado foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. É importante notar que essa iniciativa marcou também uma mudança de postura da Bovespa. Como o contrato de adesão é administrado pela Bovespa, essa instituição passa a ser a guardiã das práticas de governança corporativa. Isso sugere a adoção da prática da auto-regulação e que a promoção do mercado de capitais pode ser feita sem as amarras do Estado.

Deve-se notar que o Novo Mercado não requer um sistema operacional diferenciado do mercado tradicional. Ele funciona como um selo de qualidade, cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos. Reconhecendo que as regras adotadas são bastante restritivas e que muitas empresas não teriam condições de satisfazê-las, a Bovespa optou pela criação de dois novos níveis de governança corporativa (denominados Nível I e Nível II).

O principal ponto a ser observado pelas empresas que ingressam no Nível I é relativo à qualidade e à quantidade das informações a que ficam responsáveis por disponibilizar nas Demonstrações Contábeis Trimestrais, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas e nos Informes Anuais. Observe-se que esses relatórios são os mesmos que as empresas eram obrigadas a divulgar antes do surgimento dos níveis diferenciados de governança, sendo

assim, a mudança se concentra no aprofundamento e detalhamento da evidência de tais informações. Isso explica, em parte, o fato de algumas companhias terem aderido ao Nível I no primeiro mês de existência (junho de 2001). Em meados de 2005, 34 companhias abertas estavam registradas no Nível I.

Outro ponto a ser observado nas normas iniciais, relativamente ao primeiro estágio de transição para o Novo Mercado, refere-se ao percentual de ações emitidas que deveria permanecer em circulação, que era de, no mínimo, 25%. Observe-se que, na prática, esse percentual nem sempre era possível de ser atendido de imediato, o que provocou a reformulação do critério e o percentual passou a ser encarado como meta a ser atingida em um prazo negociado entre a Bovespa e a própria empresa.

No Nível II, além de cumprirem as exigências do Nível I, as empresas, entre outras obrigações, devem divulgar suas informações contábeis anuais segundo os padrões estabelecidos pelo International Accounting Standards Board (IASB GAAP) ou pelo Financial Accounting Standards Board (US GAAP). Além disso, há a exigência de extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda da companhia para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais. Em agosto de 2005, tínhamos apenas 14 empresas listadas no Nível II.

As companhias que aderirem ao Novo Mercado devem seguir regulamentações mais rígidas que as referentes ao Nível II, porém, tendo como principal diferença o fato de ficarem restritas à emissão de ações ordinárias.

Ademais, para resolver os conflitos que surgirem entre acionistas e companhias que aderirem ao Nível II ou ao Novo Mercado foi criada, pela Bovespa, a Câmara de Arbitragem, cujo objetivo é a determinação da solução adequada a cada caso e em tempo hábil, propiciando melhor eficiência na resolução de controvérsias, já que os processos tendem a ser concluídos mais rapidamente, pois são tratados na esfera privada, por intermédio de árbitros.

O pressuposto de que um conjunto bem estruturado de governança corporativa fornece instrumentos mais eficazes para a minimização dos problemas de agência – representando uma significativa redução nos custos de captação, seja de capital próprio ou de terceiros, acarretando conseqüente redução do custo médio ponderado de capital e, portanto, um maior valor para empresa, dada a premissa de maximização dos fluxos líquidos de caixa

futuros a serem gerados pela companhia – parece ser confirmado pelo desempenho do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Quando da estruturação do Novo Mercado, houve a preocupação também com a questão da avaliação da *performance* das ações das companhias que aderiram às boas práticas de governança corporativa. Com isso, criou-se uma carteira teórica denominada Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), composta exclusivamente por ações de companhias que aderiram ao Nível I, Nível II ou ao Novo Mercado. E uma análise do desempenho do IGC mostra que os investidores parecem reconhecer o esforço das empresas com uma melhor precificação de suas ações. Desde o seu lançamento em 26 de junho de 2001, o IGC, em que pese todo o conjunto de choques que atingiram a economia brasileira e mundial nos últimos anos, apresentou desempenho superior ao Ibovespa.

Estudo elaborado por Lima, Yamamoto, Batistella e Ikeda (2003) comparando o desempenho do Ibovespa com o IGC durante o período de 26 de junho de 2001 a 16 de maio de 2002, mostrou que os dois índices apresentaram desempenho muito parecido, o que é explicado pelo comportamento de algumas empresas com um grau de participação elevado nos dois índices. A observação das séries de retornos dos dois índices mostrou que há um descolamento paulatino, embora sua correlação apresente um nível significativamente elevado. Complementando essas análises, é possível verificar com base na volatilidade desses dois indicadores de *performance*, que o Ibovespa apresenta um nível um pouco maior de instabilidade que o IGC. Isso também pode ser explicado pelo pressuposto de que os ativos de maior liquidez acabam apresentando oscilações menores. Os autores desse estudo concluíram que, apesar da necessidade de estudos adicionais acerca desse assunto, há sinais de um comportamento mais estável para as ações de empresas que seguem as boas práticas de governança corporativa.

Estrutura de Governança e Valor da Empresa no Brasil

O artigo de Silveira, Barros & Famá (2003) investiga a relevância da estrutura de governança para o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras entre 1998 e 2000. O estudo se baseia na idéia de que os participantes do mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Entre essas práticas, recomendadas pelos Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa, está a necessidade de uma participação ativa e independente

do Conselho de Administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com:

- maior participação possível de membros independentes no conselho;
- pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho;
- um conselho com número adequado de membros.

Nesse sentido, três variáveis de governança foram consideradas: “separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho”, “tamanho do conselho” e “grau de independência do conselho de administração” (Indep). Utilizou-se uma regressão múltipla do tipo seção transversal entre as variáveis dependentes de desempenho financeiro e as variáveis independentes de governança corporativa. As empresas componentes das amostras foram sorteadas aleatoriamente a partir do conjunto das companhias abertas não financeiras negociadas na Bovespa e que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998, 1999 e 2000.

No citado trabalho, a variável “tamanho do conselho” apresentou os resultados mais importantes, com evidências de uma relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros (quatro a oito membros) alcançariam melhor desempenho financeiro. Assim, com base nesse estudo, o “número adequado de membros” de um conselho de administração estaria entre quatro e oito conselheiros, que ainda é amplo, podendo encaixar a maioria das companhias. Esse aspecto do trabalho apenas reforça a tese de que os conselhos que se transformam em assembléias por terem dez membros ou mais podem não ser produtivos.

A variável “diretor executivo como presidente do conselho” apresentou uma correlação negativa significativa a 10% apenas contra a variável de “desempenho o retorno sobre o ativo do lucro operacional próprio em 2000”, sugerindo que, no ano em questão, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho obtiveram, em média, melhor desempenho financeiro. Entretanto, como apenas nesse modelo a variável apresentou significância e essa correlação se mostrou fraca estatisticamente, não se pode rejeitar a hipótese de que “diretor executivo como presidente do conselho” seria irrelevante para o desempenho financeiro, (com base no estudo citado).

A variável “grau de independência do conselho” (medida pela diferença entre a proporção de membros não executivos – externos –, e membros executivos – internos –, no conselho) não apresentou significância estatística contra as variáveis de desempenho financeiro, podendo considerar a variável irrelevante para o desempenho financeiro. A constatação desse estudo de que a independência do conselho de administração não apresenta significância estatística é surpreendente diante dos princípios de governança corporativa e deve ser mais estudada a fim de verificar a existência de algum fenômeno específico ou a possibilidade de o fato continuar sendo observado de forma consistente.

Entretanto, dada a amplitude da linha de pesquisa, outros estudos devem ser desenvolvidos em busca de explicações mais definitivas para pontos abordados aqui ou fora do foco deste trabalho, procurando responder questões do tipo:

- como avaliar de forma mais precisa a independência do conselho de administração em relação aos executivos e/ou acionistas controladores;
- como a composição do conselho afeta a execução de suas tarefas (remuneração dos executivos, demissão do diretor executivo, aquisição de outras empresas etc.);
- quais fatores afetam a composição do conselho e como esses fatores evoluem ao longo do tempo?

Conclusão

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.

O estudo das definições de governança corporativa (um conceito ainda em construção) enfatiza as práticas de boas políticas para proteger as partes interessadas em uma sociedade, mitigando os conflitos decorrentes de interesses divergentes. Em cada país, a governança corporativa vem evoluindo de acordo com características culturais, institucionais e legais.

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, entre nós, 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.

Referências Bibliográficas

CADBURY, sir A. (*chairman*); *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*. Londres: Professional Publishing Ltd – Gee., 1992. (Disponível no *site* www.ecgn.org, em 10.06.2001).

CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM (CALPERS). *Corporate Governance Core Principles & Guidelines* (Fundo de pensão dos funcionários públicos do Estado da Califórnia, EUA). Código de Governança Corporativa. versão de 1998 (Disponível no *site* www.calpers.com em 12.06.2002.)

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, p. 19-32, jul.-set. 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002, 11p.

- GOYOS Jr., Durval Noronha. *Dicionário jurídico*. São Paulo: Observador Legal, 2003.
- HAMILTON, R.W.; Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes But Uncertain Benefits. *The Journal of Corporation Law*, Iowa, v. 25, i2, p.349-373, winter, 2000.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2. ed. São Paulo, abr. 2001.
- LAMY, A; BULHÕES, P. *Lei das SA: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1.113-1.155, dez. 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Investor Protection: Origins, Consequences and Reform. National Bureau of Economic Research., (NBER Working Paper Series w7428) Cambridge, dez. 1999. (Publicado posteriormente como "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics, University of Rochester*, EUA, out. 2000).
- LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8, Rio de Janeiro, dez. 1997.
- LIMA, I. S.; YAMAMOTO, M. M.; BATISTELLA, F. D.; IKEDA, R. H. *Uma análise dos primeiros passos do novo mercado*. II Seminário USP de Contabilidade, São Paulo, 2002.
- LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 189p.
- OLIVEIRA, Cláudia. Avaliação das Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. *Cadernos Discentes Coppead*, Rio de Janeiro, n. 3, p.18-31, 2000.
- RUBACH, M.J.; SEBORA, T.C. *Comparative Corporate Governance: competitive implications of an emerging convergence*. *Journal of World Business*, v. 33, n. 2, p.167-184, Nova York, abr. 1986.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance (NBER Working Paper n. 5554) Washington: Apr. 1996.
- SIFFERT, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SILVEIRA, A. M., BARROS, L. A; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor da Empresa no Brasil – um estudo empírico. In: VI Semead – FEA/USP, São Paulo, 2003.

TEACHERS INSURANCE AND ANNUITY ASSOCIATION-COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND (TIAA-CREF). *Police Statement on Corporate Governance*. 3 ed. EUA, mar. 2000.

THE CORPORATE LIBRARY. *Code of Best Practice*. (Disponível no site www.thecorporatelibrary.com, em 06.09.2004, Glossary)

VALADARES, S.M.; LEAL, R.P.C. *Ownership and control structure of Brazilian Companies*. Abante, v.3, n.1, p. 29-56, out. 1999/abr. 2000.

Sites Consultados

bndes.gov.br
bovespa.com.br
cvm.gov.br
ibgc.org.br
irrc.org
mckinsey.com
thecorporatelibrary.com
tiaa-cref.org

Glossário

AÇÃO – Título que concede ao detentor a propriedade sobre uma fração da empresa.

ACC – O Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) é uma operação na qual as instituições financeiras autorizadas a operar em câmbio adiantam aos exportadores recursos lastreados nos contratos de câmbio firmados com importadores estrangeiros.

ADR – American Depositary Receipts (ADRs) são recibos negociáveis que representam a propriedade de ações emitidas por empresas não-americanas. O ADR outorga ao acionista o direito sobre todos os dividendos, as subscrições e as bonificações, além dos ganhos de capital. Foi desenvolvido para permitir a investidores americanos o acesso ao mercado de ações de outros países, nos EUA, em condições e práticas de mercado muito semelhantes àquelas que estão acostumados. Como são negociados nos EUA, os preços são definidos em moeda americana.

BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO – Título que concede direito de subscrição de uma nova AÇÃO, dentro de um determinado prazo, desde que se pague o preço complementar entre o valor pago pelo bônus e o valor da ação.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, na qual são negociadas ações e opções de ações.

CORPORATE GOVERNANCE – *ver* GOVERNANÇA CORPORATIVA.

CVM – A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional, basicamente o mercado de ações e debêntures. É uma entidade auxiliar, autárquica, autônoma e descentralizada, mas vinculada ao governo.

DEBÊNTURE – Título de renda fixa, de emissão de empresas, que busca captação de recursos de longo prazo para financiamento.

DEUTSCHE BÖRSE – (<http://www.exchange.de>)

FUNDO DE INVESTIMENTO – Condomínio do qual pessoas físicas e/ou jurídicas participam e elegem um administrador para gerir os recursos de todos, em conjunto, de acordo com regras e objetivos especificados em um estatuto.

GAAP – Generally Accepted Accounting Principal. Existem o US GAAP, que se refere aos princípios contábeis geralmente aceitos e seguidos por empresas norte-americanas, e o IAS GAAP – que diz respeito a regras internacionais de contabilidade.

GOVERNANÇA CORPORATIVA – Regras societárias que regem as relações entre controladores e minoritários.

Ibovespa – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo. Índice de ações da BOVESPA, composto por uma carteira teórica de ações, que busca replicar o movimento financeiro negociado em Bolsa.

IBrX – Índice de ações brasileiro composto por uma carteira teórica de ações selecionadas tendo por base a capitalização de mercado das empresas.

IGC – O Índice de Governança Corporativa (IGC) é um índice de ações composto por uma carteira teórica de empresas Nível 1, Nível 2 que façam parte do NOVO MERCADO.

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS – São grandes instituições, como fundos de pensão, companhias seguradoras e fundos de investimento, que têm por objetivo realizar investimentos no mercado financeiro e de capitais, para maximizar a rentabilidade de seu capital próprio e de seus clientes.

- MERCADO CAMBIAL** – É o segmento financeiro em que ocorrem operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis, ou seja, em que se verificam conversões de moeda nacional em estrangeiras e vice-versa.
- MERCADO DE CAPITAIS** – Segmento do mercado financeiro que busca a captação de recursos de médio e longo prazo para as empresas.
- MERCADO DE CRÉDITO** – Segmento do mercado financeiro no qual se realizam operações de curto e médio prazo para financiamento de pessoas físicas e jurídicas.
- MERCADO MONETÁRIO** – Segmento do mercado financeiro no qual se negociam títulos que afetam a política monetária do governo federal.
- NEUER MARKET** – Criado na Alemanha, em 1997, por meio de uma seção separada de listagem com regras mais rígidas de transparência, maior proteção aos minoritários e baseado nos princípios de GOVERNANÇA CORPORATIVA.
- NOTAS PROMISSÓRIAS** – Títulos da dívida líquida e certa contra a emissora, representada pelo compromisso de cumprir a obrigação disposta na cártula da nota.
- NOVO MERCADO** – Segmento de listagem da BOVESPA destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de GOVERNANÇA CORPORATIVA e níveis de transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira.
- NYSE** – New York Stock Exchange. É a Bolsa de Valores de Nova York, na qual são negociadas ações de empresas de capital aberto americanas e, atualmente, também de empresas não americanas já que a Bolsa de Nova York atua no mercado de capitais globalizado.
- PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS** – Foi elaborado no âmbito do movimento “Ação Cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, liderado pela BOVESPA e com participação de 45 entidades.
- PORTFÓLIO** – É a carteira de títulos de um investidor, seja pessoa física ou jurídica.
- RECIBOS DE DEPÓSITOS** – Recibo correspondente a uma quantidade de ações de empresas de outro países.
- SEC** – A Securities and Exchange Commission (SEC) é uma instituição que desempenha papel similar à CVM no mercado norte-americano.
- SISTEMA FINANCEIRO** – Conjunto de todas as instituições financeiras públicas, privadas auxiliares e instituições normativas e reguladoras.

SPC – A Secretaria de Previdência Complementar (SPC) é um órgão executivo responsável pelo controle e a fiscalização dos planos e benefícios de previdência complementar e das atividades de entidades de previdência privada fechada.

SUSEP – A Superintendência de Seguros Privados (Susep) é uma autarquia responsável pela regulamentação e fiscalização das entidades abertas de previdência privada, das sociedades seguradoras e de capitalização e das administradoras de seguros-saúde.

VALORES MOBILIÁRIOS – Investimentos que empresas ou governo possuem para ofertar aos investidores em troca dos recursos que passarão a compor a estrutura financeira do emissor. Pode ser patrimonial ou creditício.