

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

O INSTITUTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: A IMPORTÂNCIA
DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA NO DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

TATIANA BOAVISTA BARROS HEIL

RIO DE JANEIRO

2008

TATIANA BOAVISTA BARROS HEIL

O INSTITUTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: A IMPORTÂNCIA
DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA NO DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal
do Rio de Janeiro, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Professor Ms. Elinton Vargas Lemos do Prado

RIO DE JANEIRO

2008

Heil, Tatiana Boavista Barros.

O Instituto da Governança Corporativa: A Importância das Práticas de Governança no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro. / Tatiana Boavista Barros Heil. 2008.

55 f.

Orientador: Prof. Ms. Elinton Vargas Lemos de Prado

Monografia (graduação em Direito) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Faculdade de Direito.

Bibliografia: f. 53-55.

1. Governança Corporativa. 2. Mercado de Capitais. I. Heil, Tatiana Boavista Barros. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. Faculdade de Direito. III. O Instituto da Governança Corporativa: A importância das práticas de governança no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

TATIANA BOAVISTA BARROS HEIL

O INSTITUTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: A IMPORTÂNCIA
DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA NO DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal
do Rio de Janeiro, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data de aprovação: ____ / ____ / ____.

Banca Examinadora:

Prof.(a) _____ Nota: _____

Prof.(a) _____ Nota: _____

Prof.(a) _____ Nota: _____

Média Final: _____

Dedico este trabalho ao meu filho,
fonte de inspiração e perseverança.

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai pelo incentivo na opção da carreira jurídica.

À minha mãe e ao meu marido pelo apoio incondicional em todas as horas.

RESUMO

HEIL, T.B.B. O Instituto da Governança Corporativa: A Importância das Práticas de Governança no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro. 2008. 55f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

Esta monografia objetiva apresentar a evolução e o desenvolvimento das práticas de governança corporativa e o impacto da aplicação das mesmas sobre o mercado de capitais brasileiro. Aborda-se o tema, inicialmente, através de uma análise histórica da evolução da governança corporativa no mundo, verificando-se a ampliação da transparência, da equidade, da segurança e da credibilidade nas operações das empresas de uma forma geral. Em seguida comenta-se as recentes mudanças regulatórias sofridas na legislação societária brasileira, no sentido de exigir uma nova postura das sociedades anônimas e apresenta-se as iniciativas adotadas, neste sentido, pela Comissão de Valores Mobiliários e pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Por fim aborda-se o panorama recente do mercado de capitais brasileiro, ressaltando a importância do papel da governança corporativa como mecanismo de fortalecimento do mercado de capitais, sobretudo como instrumento de financiamento do crescimento das empresas e, conseqüentemente, da economia brasileira.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Mercado de Capitais; Sociedade Anônima.

ABSTRACT

HEIL, T.B.B. O Instituto da Governança Corporativa: A Importância das Práticas de Governança no Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro. 2008. 55f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

The purpose of this work is to present the evolution and the development of corporate governance practices and the impact that the application of these practices have in the Brazilian capital market. Initially is shown a historical evolution of the corporate governance in the world, verifying the increase of transparency, fairness, security and credibility among the enterprises operations in a general way. Further is presented the recent changes occurred in the Brazilian legislation, which demand that companies establish better practices of corporate governance and the initiatives presented in this way by the São Paulo Stock Exchange and by the Brazilian Securities Exchange Commission. Finally, is examined a recent overview of the Brazilian stock market, the importance of the corporate governance practices as a way to strengthen the capital market and as a tool to finance and to improve the development of companies and, consequently, of the Brazilian economy.

Key words: Corporate Governance; Capital Market; Incorporated Companies.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

1 - ÓRGÃOS, ASSOCIAÇÕES E FUNDAÇÕES

BM&F – Bolsa de Mercadoria e Futuros

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

SEC – *Securities Exchange Commission*

2 – LEGISLAÇÃO

SOX – *Lei Sarbanes Oxley*

3 – OUTROS

ADR – *American Depositary Receipts*

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

IFRS – *International Financial Reporting Standard*

IPO – *Initial Public Offering*

OPA – *Oferta Pública de Ações*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. O INSTITUTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	13
2.1 Referências conceituais.....	13
2.2 Os pilares da governança corporativa.....	15
2.2.1 <u>Transparência (“disclosure”)</u>	16
2.2.2 <u>Eqüidade (“fairness”)</u>	17
2.2.3 <u>Prestação de contas (“accountability”)</u>	17
2.2.4 <u>Obediência e cumprimento das leis do país (“compliance”)</u>	17
2.3 A experiência do direito comparado.....	18
2.3.1 <u>O modelo Anglo-Saxão</u>	19
2.3.2 <u>O modelo Nipo-Germânico</u>	20
2.3.3 <u>A lei Sarbanes-Oxley</u>	21
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	25
3.1 Bases jurídicas da governança no ordenamento jurídico brasileiro.....	27
3.1.1 <u>A lei das Sociedades por Ações</u>	28
3.1.2 <u>A reforma da lei das sociedades por ações</u>	28
3.1.3 <u>A lei nº 10.303 de 31.10.2001</u>	31
3.2 A Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	34
3.2.1 <u>A importância da CVM</u>	34
3.2.2 <u>Recomendações da CVM sobre governança</u>	36
3.3 A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F BOVESPA).....	39
3.3.1 <u>O papel da BM&F BOVESPA</u>	39
3.3.2 <u>Os níveis diferenciados de governança da BM&F BOVESPA</u>	40

3.3.2.1 <i>Novo Mercado</i>	42
3.3.2.2 <i>Nível 1 da BM&FBovespa</i>	43
3.3.2.3 <i>Nível 2 da BM&FBovespa</i>	44
3.4 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)	44
3.4.1 <u>Atuação do IBGC</u>	45
3.4.2 <u>O IBGC e o código de melhores práticas</u>	45
3.4.2.1 <i>Conselho de Administração</i>	46
3.4.2.2 <i>Conselho Fiscal</i>	48
3.4.2.3 <i>Gestão</i>	49
3.4.2.4 <i>Auditoria Independente</i>	50
4. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	52
4.1 Relevância do mercado de capitais na economia	52
4.1.1 <u>O contexto brasileiro</u>	53
4.1.2 <u>O mercado de capitais em ambiente de incerteza jurídica</u>	55
4.2 Importância das práticas de governança no mercado de capitais	56
5. CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS.....	60

1. INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa vem ganhando crescente importância, tanto no meio acadêmico, quanto no mundo corporativo. A ocorrência de escândalos financeiros envolvendo grandes corporações, como os casos mais famosos das empresas norte-americanas Enron e Worldcom, e a implementação da lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos, contribuíram ainda mais para a notoriedade mundial e relevância do assunto.

Há inúmeros questionamentos no sentido de se verificar se as práticas de governança corporativa criam valor para as empresas que as adotam e quais dessas práticas são realmente importantes. Busca-se, ainda, verificar como o mercado de capitais avalia a adoção dessas práticas e qual o valor atribuído aos selos de governança corporativa.

Este trabalho objetiva apresentar o instituto da governança corporativa e verificar a importância da adoção das práticas de governança pelas companhias no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Nesse sentido, buscar-se-á relativizar a visão doutrinária de que o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente relacionado com a existência determinante e imprescindível de leis e sanções específicas fornecidas pelo Poder Judiciário. Para tanto, será analisado o contexto brasileiro, no qual o mercado de capitais expandiu-se, recentemente, a despeito da existência de um direito positivo forte e atuante regulando-o. Aponta-se então para a existência de normas não-jurídicas no mercado de valores mobiliários – as práticas de governança corporativa - e sua importância para o desenvolvimento deste mercado.

Diante desse quadro, verifica-se que o perfil econômico e o modelo empresarial brasileiro passaram por intensas transformações em sua estrutura, de forma a se organizar de acordo com as demandas e exigências de uma nova ordem econômica em construção. As corporações de controle concentrado, predominantemente familiar, com administrações pouco transparentes, usualmente mostravam pouco interesse pela abertura de capital no mercado acionário, preferindo a via do financiamento mediante crédito para realização dos seus planos de investimento e crescimento. No entanto, a abertura da economia brasileira, e o programa de privatizações, com a conseqüente entrada de grupos investidores internacionais, marcaram o

início de uma nova fase, caracterizada pela crescente demanda por recursos provenientes do mercado de capitais.

Desta forma, para atrair o capital investidor, sobretudo o estrangeiro, e reverter o quadro de estagnação do mercado de capitais brasileiro, tornou-se necessário desenvolver um quadro institucional, político e ético nas corporações do país, de forma a criar um ambiente positivo e confiável, em que os investidores se sintam seguros e vejam seus direitos protegidos. A esse conjunto de valores, regras, medidas legais ou voluntárias, que busca aumentar a transparência na gestão das corporações, profissionalizando-a e ampliando o acesso às informações e ao controle empresarial, convencionou-se denominar governança corporativa.

Buscou-se, portanto, investigar o comprometimento das empresas brasileiras com melhores práticas de governança corporativa e como a adoção dessas práticas influenciou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, considerando-se como parâmetro para essa avaliação, o número de empresas que passaram a adotar o mercado de capitais como fonte de captação de recursos.

Neste contexto, impossível furtar-se de comentar a recente e atual crise financeira internacional, talvez a mais grave crise financeira desde 1929. Estabilizar os mercados, globais, normalizar os canais de crédito, estimular a economia real, manter os níveis de investimento, proteger a renda e o emprego e manter os ganhos sociais recentemente alcançados são alguns dos enormes desafios a serem enfrentados pelos governos mundiais para superação da crise atual. E, não menos importante, há a complexa tarefa de rever o funcionamento do sistema financeiro mundial e repensar a governança financeira global. No entanto, todos esses acontecimentos ainda estão muito recentes, o que torna difícil a avaliação dos fatos e a conclusão sobre as medidas adotadas. Por essa razão, o presente trabalho não procurou investigar o papel da governança corporativa na crise financeira atual. Resta, entretanto a recomendação para um posterior estudo sobre o tema.

Além da presente introdução, o capítulo 2 apresenta os conceitos da governança corporativa e os pilares que a sustentam, além de uma comparação de como as práticas de governança são adotadas em alguns países. Já o capítulo 3 foca na avaliação do desenvolvimento das práticas de governança corporativa no Brasil, apresentando a base jurídica existente no país para suportar tais práticas e os principais órgãos ou instituições nacionais que de alguma forma, sobretudo através da regulamentação e da criação de diretrizes operacionais, contribuem para o desenvolvimento das mesmas. Posteriormente, o

capítulo 4 aborda a correlação entre a existência e a adoção de práticas de governança corporativa no Brasil e o desenvolvimento do mercado de capitais no país, ressaltando a importância do fortalecimento do mercado de capitais para o crescimento sustentável do país.

2. O INSTITUTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A seguir, apresenta-se o conceito de governança corporativa e os pilares que a sustentam, além de uma comparação entre as práticas de governança corporativa de alguns países.

2.1 Referências conceituais

Numa análise atenta das raízes da expressão, a palavra governança induz a idéia de governo da empresa, destacando-se seu caráter multidisciplinar, por agregar conceitos provenientes de diversas áreas do conhecimento, como o direito, a economia, a sociologia e a contabilidade.¹

Há uma diversidade de conceitos e definições para a expressão governança corporativa, que pode ser encontrada em códigos, livros e artigos publicados. No entanto, como a governança se adapta às configurações do sistema econômico, social e cultural de cada país, o conceito da expressão não se dará de maneira uniforme, podendo as práticas de governança serem descritas a partir de diversos pontos de vista, sendo relacionadas a questões legais, financeiras e estratégicas.

A expressão governança corporativa parece ter sido empregada pela primeira vez em 1991, pelo ativista americano Robert Monks. Para ele a governança trata do conjunto de leis e regulamentos que visam assegurar os direitos dos acionistas das empresas, além de disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais importantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos.²

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, governança corporativa é o sistema pelo qual as

¹ VIGNA, Marcelo Del. *Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor Empresarial*. 2007. 22 f. Monografia apresentada no IV Concurso de Monografia CVM, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 ago. 2008.

² MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. Blackwell, 3rd edition. Oxford, 2003. p. 22-59.

sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas ou cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. “As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar o seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”.³

Ainda segundo o IBGC, embora a governança corporativa seja um valor, por si só, não é capaz de criá-lo. Isto somente ocorre quando, ao lado de uma boa governança, temos, também, um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

Já para a Comissão de Valores Mobiliários, CVM, governança corporativa é “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”.⁴

Assim, a união de diretrizes para melhorar o desempenho de uma empresa, incorporando a transparência de informações e gestão, a equidade no tratamento dos acionistas, a prestação de contas e a adoção de procedimentos éticos com concorrentes, fornecedores, empregados, investidores e mercados são importantes práticas de governança corporativa. Uma empresa que adota diretrizes de governança corporativa passa a gozar de um ambiente empresarial que atrai e cativa investidores e potenciais acionistas, sendo capaz de produzir retorno financeiro a estes, além de projetar uma imagem de credibilidade para os investidores.

Embora não haja uma convergência sobre a correta aplicação das práticas de governança nos mais diversos mercados, pode-se afirmar que todos se baseiam nos princípios da transparência, independência e prestação de contas como meios para atrair investimentos. E a fim de conquistarem a confiança dos investidores, empresas e países concluíram pela necessidade de incorporar algumas regras fundamentais, como: sistemas regulatórios e leis de proteção aos acionistas; conselho de administração atento aos interesses e valores dos *shareholders*; auditoria independente; processo justo de votação em assembleias; e maior transparência nas informações.⁵

³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 16 set. 2008.

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16 set. 2008.

⁵ GRUN, Roberto. *Atores de Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira*. Revista Brasileira de Ciências Sociais. Vol. 18. nº 52. São Paulo. Junho, 2003. p. 25-38.

Para SILVA⁶, a idéia de governança corporativa, oriunda da Inglaterra e dos Estados Unidos, está relacionada a um conjunto de instrumentos públicos e privados cuja função é organizar e comandar a relação existente entre os controladores e administradores de uma companhia de um lado, e seus investidores, de outro. Assim é que as práticas de governança corporativa têm se difundido como instrumentos essenciais para a otimização das companhias, visto que a transparência e a boa administração são cada vez mais exigidas pelos investidores da era da informação.

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa avalia os instrumentos para superar o “conflito de agência”, presente a partir da separação entre a propriedade e a administração da empresa. Esse conflito surge quando o titular da propriedade delega ao administrador o poder de decisão sobre sua propriedade, o que acarreta no surgimento de desalinhamentos entre ambos, decorrentes do fato de inexistirem agentes perfeitos e pela impossibilidade de se elaborarem contratos completos.⁷

Para Arnoldo Wald⁸, o objetivo final é que se estabeleça um Estado de Direito dentro das sociedades anônimas, em oposição ao regime anterior de onipotência e de poder absoluto e discricionário do controlador ou grupo de controle, criando um sistema de equilíbrio e separação de poderes.

Em outras palavras, a governança corporativa surge como uma reação às práticas não equitativas, ao desrespeito aos acionistas minoritários e ao próprio poder de controle. Os investidores adquirem consciência de sua força e passam a exigir um mínimo de ética no funcionamento das corporações, de tal forma que a adoção de práticas de uma boa governança corporativa torna-se essencial para captação de investimentos de longo prazo, acesso a capital mais barato através do mercado acionário e fortalecimento do desenvolvimento econômico das companhias.

2.2 Os pilares da governança corporativa

⁶ SILVA, André Luiz Carvalhal da. *Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: Melhores Práticas para Aumentar o Valor da Firma*. Ed. Saraiva. Rio de Janeiro, 2006. p. 15-65.

⁷ BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. *Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa*. Revista do BNDES. v. 12, n.24, Rio de Janeiro, 2005. p. 149-188.

⁸ WALD, Arnoldo. *O Governo das Empresas*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. n.15. São Paulo, 2002. p.62.

A governança corporativa pode ser entendida como um sistema de gestão de sociedades, baseado em mecanismos econômicos e legais, que privilegia quatro pilares fundamentais: (i) a transparência das informações (*disclosure*); (ii) a equidade, e conseqüente ampliação dos direitos dos minoritários (*fairness*); (iii) a responsabilidade pelos resultados e pela prestação de contas (*accountability*); e (iv) a obediência às leis do país, isto é, conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e na legislação vigente (*compliance*), objetivando compatibilizar os diversos interesses existentes em uma sociedade e com isso otimizar seu desempenho.

Assim, com base nos seus quatro pilares, a governança introduz padrões mais eficazes, contribuindo para o desenvolvimento e ampliação dos negócios, facilitando o acesso ao capital investidor e agregando valor aos papéis de emissão das companhias administradas por essas diretrizes.

A seguir, será feita uma breve explanação sobre cada um dos pilares da governança corporativa.

2.2.1 Transparência (*disclosure*)⁹

O conceito de transparência traduz a idéia de que a administração, mais do que a obrigação de informar, possui o desejo de informar, de disponibilizar, para as partes interessadas, as informações que sejam de seu interesse e não apenas àquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos.

A administração sabe que da boa comunicação, interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. Além disso, a comunicação da empresa não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, embora essa informação seja de fundamental importância, mas deve contemplar também outros fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor pela companhia, considerando-se até mesmo fatores intangíveis.

⁹ INSITTUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Op cit.

2.2.2 Equidade (*fairness*)

O conceito de equidade caracteriza-se pelo respeito aos direitos de todas as partes interessadas. Refere-se ao tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores e credores. “Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis sob a ótica da equidade”¹⁰.

2.2.3 Prestação de contas (*accountability*)

Torna-se essencial a prestação de contas por parte da administração da companhia, trata-se da responsabilidade integral pelos atos praticados no exercício dos mandatos.

Os agentes da governança corporativa, isto é, a diretoria das empresas e seus principais executivos, devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente pelos atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

2.2.4 Obediência e cumprimento das leis do país (*compliance*)

Também conhecido como a responsabilidade corporativa na conformidade com as regras, o *compliance* visa zelar pela perenidade das organizações, incorporando considerações de ordem social e ambiental no longo prazo na definição dos negócios e operações, também conhecida como sustentabilidade empresarial.¹¹

O objetivo do *compliance* pode ser desdobrado em duas áreas: o alinhamento a normas internas, tanto no nível operacional quanto no estratégico, e o atendimento a normas externas, decorrentes de leis e regulamentos.

¹⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Op.cit.

¹¹ FEBRABAN. *Um Estudo sobre a importância do Compliance*. Disponível em: <http://www.febraban.org.br>. Acesso em: 16 set. 2008.

O *compliance* estratégico, via de regra, requer a implementação de um programa e de uma infra-estrutura voltados para assegurar a integridade do fluxo de informações vertical, entre as unidades de negócios e a alta administração, de tal forma que não seja possível à alta administração alegar desconhecimento ou não responsabilidade pelos negócios desenvolvidos.

2.3 A experiência do direito comparado

Assim como o conceito de governança se inspira nas peculiaridades de cada região, também os modelos de governança corporativa espelham características específicas do local, do ambiente onde a companhia está inserida.

Nos EUA e Reino Unido, onde estão as raízes da governança, os mercados de capitais atingiram grande pulverização do controle acionário das empresas. Já na Alemanha e no Japão, as instituições financeiras participam de forma importante no capital social das empresas industriais, sendo, portanto, ativas na administração dos negócios. De maneira geral, na Europa Continental, chegou-se a um modelo de evolução no relacionamento entre as empresas e o capital de terceiros: a organização de blocos de controle para que os acionistas exerçam, de fato, o poder nas companhias.

Nesse sentido, os sistemas clássicos de governança encontrados no mundo podem ser distribuídos entre dois modelos: o modelo anglo-saxão ou de proteção legal, vigente nos Estados Unidos (EUA) e no Reino Unido e o modelo nipo-germânico, predominante na Europa Continental, Alemanha e Japão.

Há, entretanto, autores que identificam quatro diferentes modelos: (i) o anglo-saxão; (ii) o nipo-germânico; (iii) o latino-europeu, predominante na Itália, França, Espanha e Portugal; e (iv) o latino-americano, prevalecente na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Essa classificação se deve ao fato dos dois últimos modelos serem adaptações aos três primeiros, tendo em vista as particularidades apresentadas pelos países em que atuam.¹²

Reunindo-se esses quatro modelos em dois grupos maiores, pode-se agrupar o modelo anglo-saxão e o latino-americano num grupo maior denominado pelo trinômio propriedade-gestão-retorno, onde o foco são os interesses e os direitos do acionista e distingue-se pela

¹² ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. Ed. Atlas. São Paulo, 2004. p.30.

tipologia de propriedade das companhias e pela forma preponderante de financiamento das corporações. Já o segundo grupo, aglutinando os modelos nipo-germânico e latino-europeu, caracteriza-se por assumir compromissos outros que vão além da geração de riqueza para os acionistas. As companhias integrantes desse modelo estão interessadas no desenvolvimento das sociedades e nos impactos de suas ações.

Uma breve explicação das características principais dos dois principais modelos, o anglo-saxão e o nipo-germânico, é apresentada a seguir.

2.3.1 O modelo Anglo-Saxão¹³

O modelo anglo-saxão reflete a evolução histórica da governança corporativa nos Estados Unidos, a diluição da propriedade acionária, o ativismo dos investidores institucionais e a separação entre a propriedade e a gestão. Em decorrência desse processo histórico, foi desenvolvida uma estrutura de governança corporativa centrada no combate ao comportamento oportunista dos gestores e na garantia dos direitos dos acionistas. O grande problema de agência era visto como o conflito entre os administradores e acionistas e o oportunismo consistiria de decisões dos administradores que não visassem à maximização do valor das ações.

Desta forma, o modelo anglo-saxão, desenvolvido pioneiramente nos Estados Unidos e no Reino Unido objetiva primordialmente a satisfação dos interesses dos acionistas e a maximização de suas riquezas, a criação de valor para os acionistas (sistema *shareholder*). Para que esse objetivo principal seja alcançado, torna-se necessária a pulverização do capital das empresas (os cinco maiores acionistas geralmente detêm menos de 10% do capital da empresa). Adicionalmente, o nível de transparência das informações exigido é elevado, pois a meta é o *disclosure* total e os acionistas buscam acompanhar o desempenho da sociedade. Há restrições a atuação de pessoas que detêm informação privilegiada (*insider information*) e igualmente importante, é a presença de um sistema legal que garanta maior proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de capitais. Torna-se mister ainda o fortalecimento do Conselho de Administração através da ampliação de seus poderes. Nesse ambiente, o mercado de capitais privilegia a liquidez e sinaliza mudanças.

¹³ SIFFER FILHO, Nelson. *Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil dos anos 90*. Revista do BNDES. N.9, p. 123-146, Rio de Janeiro, 2001.

As sociedades atuantes no modelo anglo-saxão vêm no mercado financeiro sua principal fonte de recurso. Neste modelo, as propriedades acionárias são pulverizadas e as bolsas de valores desenvolvidas, garantindo liquidez das ações, reduzindo o risco dos acionistas e a necessidade de constante controle sobre a administração da empresa.

2.3.2 O modelo Nipo-Germânico¹⁴

O modelo nipo-germânico é baseado no equilíbrio de interesses entre os diversos grupos envolvidos (*stakeholders*); o capital é relativamente concentrado (os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital total na Alemanha e 25% no Japão); e o nível de transparência pública é menor do que o encontrado no modelo anglo-saxão, com muitas informações privadas balizando as relações entre os maiores acionistas, os quais visam obter benefícios mútuos no longo prazo.

Neste modelo o papel do mercado de capitais parece não ser tão relevante, na medida em que a maior concentração fortalece os relacionamentos entre os acionistas majoritários, tornando a liquidez não-prioritária e o mercado de capitais não tão maduro. Assim, neste modelo, a boa governança representa adoção de medidas que protejam os acionistas minoritários das ações dos controladores que possuem controle quase total sobre a gestão.

No modelo nipo-germânico existem, ainda, especificidades: no caso germânico, os bancos desempenham papel de destaque e os empregados têm participação no Conselho de Administração. Isto porque, na Alemanha o financiamento predominante é de origem bancária. Assim, com a inadimplência de empresas que tomaram financiamentos de longo prazo e com a soma das participações acionárias, os bancos passaram a exercer importante papel no monitoramento das empresas, exercendo posições majoritárias em diversas empresas alemãs. Desta forma, o controle das corporações é externo, exercido pelos fornecedores, clientes e credores, dos quais os bancos também são acionistas, bem como pelo funcionários e pelo Estado.

Já no caso japonês, embora os bancos também funcionem como principal fonte de recurso para as empresas, existe a figura do *keiretsu*, isto é, um conglomerado de várias companhias e bancos unidos que consiste num sistema de participações acionárias cruzadas,

¹⁴ SIFFER FILHO, Nelson. *Op cit.*

que une os membros e, exceto nos casos de desempenho ruim, o papel dos bancos e de outros investidores institucionais é passivo. Cada sociedade tem uma pequena parcela das demais, mas o conjunto das participações das empresas-membros pode chegar a 90% do capital. Assim, a propriedade e a gestão resultam sobrepostas e o controle das empresas é interno, exercido por acionistas com participações cruzadas.

A ênfase na prestação de contas em cada modelo se dá de forma diferenciada. A propriedade difusa no modelo *shareholder* coaduna-se com um processo de prestação de contas fortemente baseado no desempenho econômico-financeiro, ao passo que no modelo *stakeholder* existe uma preocupação maior em usar uma prestação de contas mais ampla, para a comunidade a qual está inserida, baseada no tripé desempenho econômico-financeiro, práticas negociais eqüitativas e responsabilidade corporativa, esse contemplando o balanço social e o *compliance* ambiental.

2.4 A lei Sarbanes-Oxley

Um marco importante na história da governança corporativa, com impactos não apenas para as empresas norte-americanas, mas influenciando as práticas de diversos outros países, ocorreu com a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), em 2002, nos Estados Unidos.

A Lei Sarbanes-Oxley promoveu profunda reforma nos procedimentos para a elaboração dos relatórios financeiros e nos aspectos da transparência das informações divulgadas pelas companhias. A regulamentação aumentou a responsabilidade dos executivos e, também, obrigou o detalhamento minucioso sobre os aspectos de controles internos de processos nas organizações.¹⁵

Esta lei foi uma reação das autoridades reguladoras e fiscalizadoras norte-americanas para proteger o mercado de capitais. A SOX, aplicável às grandes corporações norte-americanas e às estrangeiras com acesso ao mercado de capitais norte-americano, é uma lei composta por 11 títulos ou capítulos, dos quais destacam-se os requisitos dos títulos 3 e 4, que

¹⁵ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Lei Sarbanes-Oxley: Implicações para as Companhias Estrangeiras Registradas na SEC. Seminário, 2004. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em ago. 2008.

versam sobre a responsabilidade corporativa e a divulgação de informações financeiras, respectivamente.

Motivada por escândalos financeiros corporativos, dentre eles o da Enron, a SOX foi um marco na reforma da legislação do mercado de capitais dos Estados Unidos. A lei foi redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores causada pela insegurança a respeito da governança adequada das empresas. A novidade introduzida pela lei foi que as práticas éticas e a boa governança deixaram de ser atos voluntários e passaram a ser uma exigência legal, aplicável a todas as companhias listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos.

Assim, a nova lei busca garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo regras para a criação de comitês e comissões encarregados de supervisionar suas atividades e operações de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou ter meios de identificar quando elas ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas.

A SOX exige que, para cada relatório periódico, os executivos que assinam os relatórios, geralmente o diretor-presidente (CEO) e o diretor financeiro (CFO), certifiquem-se de que: (a) quem assinou fez a revisão do relatório; (b) o relatório não contém falsa declaração de evento material; (c) eles são os responsáveis por estabelecer e manter os controles internos; (d) foram eles que projetaram tais controles internos para assegurar que as informações lhes serão conhecidas; (e) avaliaram a efetividade dos controles internos; (f) apresentaram suas conclusões sobre a efetividade dos controles internos; (g) informaram o Comitê de Auditoria e a empresa de auditoria independente: todas as deficiências significativas no projeto e operação dos controles; toda a fraude, material ou não, que envolva a gerência ou outros empregados que tenham papel significativo nos controles internos; e (h) apontaram no relatório a existência ou não de alterações significantes nos controles internos ou de qualquer ação corretiva relativa às deficiências significativas e fraquezas materiais. Prevê também a divulgação, por relatórios periódicos, de informes financeiros sobre transações fora do balanço, obrigações, acordos e outras transações atípicas; de declaração que o relatório não contém inverdades ou omissões de fatos materiais; e de declaração que o relatório está conciliado com princípios contábeis geralmente aceitos.¹⁶

¹⁶ SANTOS, Luciana de Almeida Araújo; LEMES, Sirlei. *Sarbanes-Oxley: uma tentativa de recuperar a credibilidade do mercado de capitais norte-americano*. Monografia apresentada na Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos12004/299.pdf>. Acesso em 25 ago. 2008.

A SOX teve a finalidade de melhorar as demonstrações contábeis apresentadas pelas grandes empresas que acessam o mercado de capitais e procurou conceder maior robustez ou menor fragilidade aos controles internos contábeis. Nessa linha, o objetivo inicial era limitado a melhorar os controles envolvidos na fidedignidade dos registros contábeis e que incluem, entre outros procedimentos, a clara atribuição de responsabilidades, a segregação das funções de escrituração e elaboração de relatórios contábeis daquelas ligadas às operações, e o aperfeiçoamento dos sistemas de autorização e aprovação. A situação de fragilidade desses controles contábeis em algumas empresas acarretou alterações nos sistemas de controles internos administrativos, induzindo a modificações no plano de organização geral da empresa e nos seus métodos e procedimentos.¹⁷

O passado anterior à promulgação da SOX demonstrou que muitos escândalos corporativos derivaram-se da fragilidade do ambiente de controle, decorrente do baixo nível de comprometimento da média gerência com a qualidade dos controles internos contábeis utilizados na gestão de processos e dos riscos. Essa falta de compromisso contribuiu para a existência do hiato informacional entre as unidades de negócios e a alta administração.

Os desafios da SOX são abrangentes, pois exigem um Comitê de Auditoria (que pode ser substituído por um Conselho Fiscal expandido em termos de atribuições e responsabilidades); define um amplo leque de responsabilidades para esse Comitê; explicita as responsabilidades dos principais executivos envolvidos na elaboração das demonstrações contábeis (CEO e CFO); define sistemática de certificações periódicas, pela alta administração, sobre os controles internos; e complementa essa disposição com a exigência de uma opinião independente qualificada sobre tais certificações. A finalidade desses requisitos é, no seu conjunto, assegurar um encadeamento de controle, de forma a preencher o hiato informacional porventura existente entre as unidades administrativas e a alta administração. O encadeamento de controle consiste em garantir que as unidades administrativas responsáveis pelas atividades de controle façam chegar à alta administração as informações necessárias para comprovar a adesão das práticas gerenciais às diretrizes estratégicas.¹⁸

Para que as normas introduzidas com a Lei Sarbanes-Oxley sejam levadas a efeito, foram estabelecidas severas punições para os casos de descumprimento, que pode culminar no pagamento de multas de até cinco milhões de dólares e prisão de até vinte anos. Cabe aqui,

¹⁷ PEÇANHA, Marcus Vinicius Torres. *Um Estudo sobre a Influência da Lei Sarbanes-Oxley no Nível de Transparência dos Relatórios Anuais*. Dissertação de Mestrado Profissionalizante do IBMEC. Rio de Janeiro, 2007. p. 45.

¹⁸ SANTOS, Luciana de Almeida Araújo; LEMES, Sirlei. Op.cit. p. 35.

entretanto, uma crítica apontada por ARANHA, de que as excessivas penalidades podem criar uma série de “laranjas” que assumirão funções de diretoria apenas formalmente, para eximir os reais administradores do risco.¹⁹

A SOX mudou o esquema de poder nas corporações norte-americanas, alterando fundamentalmente as relações entre os executivos e os colaboradores tradicionais: os conselheiros, os auditores independentes e os advogados. Agora, os colaboradores estão mais poderosos que os executivos. Em muitas corporações norte-americanas, o clima anterior de cooperação informal com a Diretoria Executiva foi substituído por uma nova atitude de verificar tudo, caracterizada pelo formalismo e legalismo.

Por fim, porém não menos importante, deve-se ressaltar os reflexos advindos dessa lei ao redor do mundo. Várias foram as experiências positivas decorrentes das companhias, dentre elas várias brasileiras, que implementaram as regras da SOX e reforçaram a estrutura de seus controles internos.

¹⁹ ARANHA, Bruno Caldas. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. 2002. Monografia para graduação em Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002. p.56.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Foi com a série de privatizações ocorridas a partir da década de 90 e a enxurrada de investimentos estrangeiros que demandou maior profissionalismo na gestão empresarial, que a governança corporativa se tornou mais visível no Brasil. Com a abertura da economia brasileira os investidores estrangeiros começaram a participar, em proporção cada vez maior, do capital das empresas nacionais. Esse processo ocorreu, inicialmente, com os investimentos realizados dentro do país e, depois, com aquisição de *American Depositary Receipts* - ADRs nas bolsas norte-americanas, derivados de ações de empresas nacionais. Desde então, os agentes empresariais passaram a ter consciência da importância da governança corporativa como forma de valorizar a empresa, além da preocupação de separar as funções executivas das atribuições de formular a política da companhia, de competência do conselho de administração.

Assim, nesta época algumas empresas brasileiras começaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas, além de uma gradativa participação de investidores institucionais brasileiros no mercado. Somado a esses fatos, o processo de privatização dos anos noventa resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais. Todo esse contexto contribuiu para o desenvolvimento de um sistema de governança corporativa no país.

Tradicionalmente, o modelo brasileiro caracterizava-se pela concentração da propriedade em apenas alguns acionistas majoritários, sobretudo considerando-se o grande número de empresas de controle familiar no país. Esta estrutura resultava numa sobreposição entre propriedade e liderança executiva, na qual os membros do conselho representavam o interesse dos acionistas controladores ou majoritários, e os acionistas minoritários, infelizmente, eram pouco ouvidos e ativos.²⁰

Foi então dessa forma que os conselheiros profissionais e independentes surgiram no Brasil, em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes

²⁰ BORGES, Luiz Ferreira; SERRÃO, Carlos Fernando. *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil*. Revista do BNDES. V. 12, N. 24. Rio de Janeiro. 2005. p.114-148.

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, maior dispersão do controle acionário, maior foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

As privatizações ensejaram as primeiras experiências de controle compartilhado no Brasil, formalizado por meio de acordo de acionistas. Nessas empresas, os investidores integrantes do bloco de controle passaram a dividir o comando da empresa, estabelecendo contratualmente regras.²¹

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 à gestão das companhias investidas.

A abertura e conseqüente modificação na estrutura societária das empresas também ocorreu 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 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - 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.

Em 2001, foi reformulada a Lei das Sociedades Anônimas, e, em 2002, a Comissão de Valores Imobiliários lançou sua cartilha sobre o tema governança. Documento focado nos administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários e auditores independentes, a Cartilha visa orientar sobre as questões que afetam o relacionamento entre as partes citadas.

²¹ CARVALHAL, André. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP). V. 39; N. 4. São Paulo, 2004. p. 348-361.

Outra contribuição à aplicabilidade das práticas de governança corporativa partiu da Bolsa de Valores de São Paulo, ao criar 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".²²

Basicamente, o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure*. Enquanto o Nível 2 tem por obrigação práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e Conselho de Administração. O Novo Mercado, por fim, diferencia-se do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. Estes dois últimos apresentam como resultado esperado a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco; o aumento de investidores interessados; e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que trazem benefícios para investidores, empresa, mercado e Brasil. Essa segmentação da Bovespa será aprofundada ainda no presente capítulo.

Apesar do aprofundamento dos debates sobre governança e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão. O que demonstra vasto campo para o conhecimento, ações e divulgação dos preceitos da governança corporativa.

3.1 Bases jurídicas da governança no ordenamento jurídico brasileiro

A seguir, apresenta-se a base jurídica brasileira, considerando-se, sobretudo, as últimas modificações implementadas, como a alteração da lei 6.404 de 1976, ou lei das sociedades anônimas ou sociedades por ações, através da promulgação da lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, com vistas a uma melhor adaptação da legislação nacional às novas exigências do mercado, e, conseqüentemente, às práticas de governança corporativa.

²² BOVESPA. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 01 ago. 2008.

3.1.1 A lei das Sociedades por Ações

A sociedade anônima é o tipo societário mais adequado para a aglutinação de capitais dispersos, constituindo-se o principal instrumento de criação da grande empresa privada, mobilizando recursos e técnicas necessárias às realizações de grandes empreendimentos²³.

Esta capacidade de mobilizar recursos para investimentos na realização de empreendimentos, através do mercado de capitais, é de grande importância para o desenvolvimento econômico dos países, uma vez que aproxima os dois agentes do mercado: o poupador, que tem excesso de recursos, mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e o tomador, que está em situação inversa.²⁴

O estudo da sociedade anônima é fundamental em nossos dias devido à importância desse tipo de empresa para a economia brasileira e mundial. Segundo Fabio Ulhoa “isso se deve ao fato de as sociedades anônimas serem a forma de empresa mais adequada aos grandes empreendimentos econômicos em razão da limitação da responsabilidade dos sócios e da negociabilidade da participação societária”.²⁵ Essas características são essenciais para a atração de investidores e a reunião de grandes capitais.

E é justamente em função da importância das sociedades anônimas que o Estado procura exercer um controle maior sobre sua constituição e funcionamento do que exerce sobre os outros tipos de sociedade. Neste sentido, em 15 de dezembro de 1976 foi promulgada a Lei 6.404, também conhecida como Lei das Sociedades por Ações ou Lei das Sociedades Anônimas.²⁶

3.1.2 A reforma da lei das sociedades por ações

No final da década de 90, o Brasil vivenciou importantes reformas em seus diplomas legais que reverteu o ambiente até então vivenciado pelo mercado de capitais nacional e

²³ASCARELLI, Túlio. *Panorama do Direito Comercial*. Editora Minelli. 2ª edição. São Paulo, 2007. p.147.

²⁴NÓBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E.M.; BASIAL, D. *Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais. São Paulo. Bovespa, 2000. p. 24.

²⁵COELHO, Fabio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 9ª edição. São Paulo. Saraiva, 2005. v.2. p.515.

²⁶REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. 24ª edição. Saraiva. v.2. 745p. São Paulo, 2005.

mudou definitivamente o cenário da governança corporativa no país. Embora princípios como o da ética e da boa-fê já vigorassem anteriormente em nosso ordenamento jurídico, os princípios da transparência e da equidade só foram positivados com a promulgação da Lei nº 10.303, em 31 de outubro de 2001.²⁷

A referida lei alterou e acresceu dispositivos na Lei das Sociedades Anônimas 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 – CVM.

Objetivando o fortalecimento do mercado de capitais, a reforma da lei das sociedades por ações atribuiu novos poderes e concedeu uma maior autonomia à CVM, conferindo maior eficácia em sua atuação reguladora, estabelecendo um sistema de maior proteção aos acionistas minoritários e incorporando boas práticas de governança corporativa.

Ressalte-se, porém, que ao longo da tramitação do projeto para a reforma da lei das sociedades por ações foram vetados mais de 30 artigos do projeto original. Importantes medidas que asseguravam um tratamento mais igualitário entre os acionistas e ampliavam os direitos dos minoritários foram abrandadas em função das fortes pressões promovidas pelos acionistas controladores.

Nesse sentido, os parágrafos 5º a 10º do artigo 115 da Lei 10.303/2001, transcritos a seguir, e que foram objeto de veto presidencial, garantiam direitos fundamentais aos acionistas minoritários, nos moldes da legislação internacional. Contudo, a aprovação isolada de tais parágrafos, sem o respaldo estrutural do sistema judiciário, e da legislação complementar vigente, não surtiria os efeitos esperados, pois não transmitiria segurança jurídica ao acionista controlador, que receosa de graves interferências em sua gestão administrativa, retiraria a empresa do mercado aberto, fechando seu capital. Assim, importantes medidas que assegurariam um tratamento mais igualitário entre os acionistas e ampliariam os direitos dos minoritários foram abrandadas em função das fortes pressões promovidas pelos acionistas controladores.

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia, considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a todos acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 5º - Poderá ser convocada assembleia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea c, parte final, do art. 123.

²⁷ JERUSSALMY, Esther. *Lei das S/A: Alteração na legislação fortalece sócio minoritário*. São Paulo, 2005.

§ 6º - A assembléia a que se refere o § 5º também poderá ser convocada por titulares de ações com direito a voto que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital votante.

§ 7º - No curso da assembléia geral ordinária ou extraordinária, os acionistas a que se refere o § 6º poderão requerer que se delibere sobre a existência de conflito de interesses, não obstante a matéria não constar da ordem do dia.

§ 8º - Decairão do direito de convocar assembléia de que trata o § 5º os acionistas que não o fizerem no prazo de 30 (trinta) dias, contados da data em que tiverem ciência inequívoca do potencial conflito de interesses.

§ 9º - Caso a assembléia geral, por maioria de votos, delibere haver conflito de interesses, deverá especificar as matérias nas quais o acionista em situação de conflito ficará impedido de votar.

§ 10º - A assembléia especificada no § 9º poderá delegar, com a concordância das partes, à arbitragem a solução do conflito.

Tais artigos da Lei de Sociedades por Ações seriam um grande passo a atingir os objetivos de incrementar o mercado de capitais brasileiro, o que, aliado às regras do Novo Mercado, que serão apresentadas no item 3.3.2.1 deste trabalho, traria a completa implementação da governança corporativa, necessária ao crescimento do mercado de capitais brasileiro.

A título de exemplo cita-se o caso da fixação do limite máximo permitido para emissão de ações preferenciais. Em 1976, por ocasião da promulgação da Lei 6.404, para assegurar o controle das sociedades estatais pelo governo com o mínimo de capital possível a lei estabeleceu em seu artigo 15 o limite para emissão de ações preferenciais, com direito de voto restrito, em até 2/3 das ações emitidas pelas companhias. Posteriormente, objetivando propiciar maior diluição do poder de controle, atenuando a concentração do poder na sociedade anônima, o Projeto de Lei nº 3.519/97 propôs a alteração da norma, sugerindo a proibição de emissão de ações preferenciais sem direito a voto. No entanto, a redação dada pela Lei 10.303/2001, cedeu, em parte, a pressão exercida pelos controladores, estabelecendo o limite máximo para emissão de ações preferenciais em 50% do capital social.

Mesmo com o veto dos parágrafos transcritos acima do artigo 115 da Lei 10.303 de 31.10.2001, ressalte-se que os minoritários tiveram ganhos expressivos com esta nova lei. Ao apropriar princípios da governança corporativa, o referido diploma legal ampliou significativamente a tutela dos interesses dos minoritários, lhes garantindo maior acesso a informações da companhia, monitoramento da administração e lhes assegurando o *tag along*²⁸, isto é, o direito de saída conjunta.

²⁸ O *tag along* é previsto na legislação brasileira e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Algumas companhias, voluntariamente, estendem o direito de *tag along* também aos detentores de ações preferenciais ou asseguram

3.1.3 A Lei nº 10.303 de 31.10.2001

A lei 10.303/2001 garantiu também maior monitoramento e transparência da gestão das companhias através da outorga do direito dos minoritários detentores de ações ordinárias ou preferenciais indicarem, cada um deles, um membro de conselho de administração e seu suplente.

O artigo 254-A da lei 10.303/2001 estabeleceu, acertadamente, como condição para a alienação do controle das companhias abertas, a obrigação do adquirente fazer uma oferta pública de aquisição de todas as ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, pelo preço de 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.²⁹ Destaque-se que essa previsão de *tag along*, que havia sido suprimida pela lei nº 9.457/97, retrata a preocupação do legislador em estabelecer um tratamento igualitário aos acionistas minoritários, que poderiam ser prejudicados com uma possível troca de controle da companhia.

Companhias com controle pulverizado que contemplam em seus estatutos direito de *tag-along* aos minoritários podem reivindicar o cumprimento das disposições estatutárias em uma eventual operação de aquisição do controle da companhia em que o novo controlador tenha simplesmente passado por cima da regra de realização da oferta pública - direito suprimido dos acionistas minoritários. Com efeito, ao adquirir a condição de acionista da companhia, o novo controlador passa a arcar com deveres, ao lado dos direitos conferidos pela lei e pelo estatuto social. Para obter a suspensão dos direitos do novo acionista controlador é necessária a realização de uma assembléia-geral cuja convocação, na hipótese de inércia dos administradores, poderá ser feita por quaisquer acionistas que representem, pelo menos, 5% do capital social, quando os administradores não atenderem dentro de oito dias ao pedido de convocação devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas, nos termos do artigo 123, parágrafo único, alínea "c" da Lei de Sociedades Anônimas.

Nesta assembléia, o novo acionista controlador estaria impedido de votar em razão de evidente conflito de interesses, conforme previsto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei de

aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80%.

²⁹ BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 31.10.2008.

Sociedades Anônimas. Ato contínuo, os acionistas minoritários poderiam substituir os administradores da companhia por novos, caracterizando a tomada de controle hostil, com fundamento no artigo 120 da Lei das Sociedades Anônimas. A restauração do exercício de seus direitos de acionista controlador estará sujeita ao cumprimento das disposições previstas na lei ou no estatuto social violadas.³⁰

Pela interpretação do disposto no artigo 120 da Lei das Sociedades Anônimas, tem-se claro entendimento que haverá suspensão do exercício dos direitos daquele acionista que deixar de cumprir a obrigação imposta pelo estatuto ou pela lei, por deliberação da assembléia-geral, independentemente de ser acionista controlador ou não. A suspensão estará atrelada ao cumprimento da obrigação. Por isso, tão logo, cumprida disposição que o acionista tenha deixado de observar, estando ela estabelecida na lei ou no estatuto, cessam-se os efeitos da suspensão.

Outra grande contribuição da lei 10.303/2001 foi a inclusão dos parágrafos quarto e quinto ao artigo quarto, e a criação do art 4º-A da lei 6.404/76, que disciplinam o cancelamento de registro de companhia aberta. Estas normas determinam a obrigação do acionista controlador ou da sociedade que controla a companhia direta ou indiretamente, de realizar oferta pública por preço justo, assegurada a revisão do valor da oferta, por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social.

Segundo Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik,³¹ a intenção de tais dispositivos é a de desenvolver o mercado de capitais brasileiro. Ao adquirir ações de emissão de determinada companhia aberta, os investidores precisam ter a convicção de que, posteriormente, poderão negociá-las no mercado de capitais, conferindo liquidez a esses valores mobiliários. Caso contrário, nenhum investidor, em princípio, se disporia a aplicar recursos no mercado acionário brasileiro se o cancelamento de registro de companhia aberta ficasse ao livre arbítrio dos administradores ou dos controladores, sem que lhes fosse assegurado o direito de se desfazerem de suas ações.

A possibilidade de solução de conflitos societários mediante a realização de arbitragem foi outra grande contribuição da lei 10.303/2001. Desta forma, as divergências porventura existentes entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários poderão ser resolvidas mediante arbitragem. A lei 10.303/2001 evidenciou a intenção de se estimular a utilização da arbitragem no direito societário brasileiro pela inserção de mais um parágrafo no

³⁰ KIM, Felipe; ALCÂNTARA, Diana. O artigo 120 da Lei das Sociedades Anônimas. Espaço Jurídico Bovespa. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 12/08/2008.

³¹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/ª 2ª edição. Saraiva. São Paulo, 2002. p.22.

artigo 109, contendo a previsão expressa de inserção de cláusula arbitral nos estatutos sociais, seja originariamente, seja mediante alteração estatutária.³²

Segundo Joaquim Muniz³³, a arbitragem consiste no método mais eficiente para solucionar conflitos societários complexos. Dentre as vantagens deste instituto, destaca-se a possibilidade de resolução rápida da pendência por especialistas na matéria, além da condução do processo, como regra geral, em sigilo, o que evita potenciais danos à imagem das partes.

A arbitragem, contudo, ainda encontra resistências culturais, muitas vezes escondidas de tecnicismo jurídico. A título de exemplo, um ponto que tem sido discutido refere-se à validade e eficácia de cláusulas arbitrais em acordos de acionistas, uma vez que, nos últimos anos, esses acordos têm sido pivôs de vários litígios societários. Uma falácia comum é a de que só pode haver arbitragem sobre litígios societários, inclusive aqueles relativos a acordos de acionistas, em companhias cujo estatuto social contenha cláusula arbitral.

Trata-se de uma interpretação errônea do artigo 109, parágrafo 3º da Lei das Sociedades Anônimas que determina que o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências envolvendo acionistas e a companhia ou entre grupos de acionistas sejam dirimidas por processo arbitral. A referida norma legal refere-se a arbitragens sobre termos e condições de estatuto social, e não diz respeito a acordo de acionistas, instrumento de natureza e características distintas. Deve-se aplicar, na verdade, a Lei de Arbitragem, que autoriza, de forma ampla, a utilização da via arbitral, salvo se o objeto de litígio for um direito não-patrimonial ou um direito indisponível. Esclareça-se, entretanto, que há a necessidade de manifestação de vontade das partes para submeter à arbitragem um eventual litígio relacionado ao acordo de acionistas, seja através de uma cláusula arbitral inserida no acordo, seja pela celebração de um compromisso arbitral quando a disputa surgir.³⁴

Outros avanços alcançados com a reforma da lei nº 6.404/76 que merecem ser destacados são:

- (i) a alteração do caput do artigo 118, que inclui a expressão “poder de controle” no rol de matérias sobre as quais pode versar um acordo de acionistas;
- (ii) a modificação da redação do inciso II do art 137, que reformulou os critérios de liquidez e dispersão introduzidos pela lei nº 9.457/97 e;

³² ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. *A arbitragem no direito societário*. Revista da Faculdade de Direito de Campos. Ano VII. Nº 9. Campos. Dezembro, 2006.

³³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. *A arbitragem nos acordos de acionistas*. Jornal Valor Econômico em 06/09/2006. Passim.

³⁴ Ibid.

- (iii) a inclusão do artigo 116-A que dotou o mercado de capitais de mais transparência ao exigir que seja comunicada à CVM e às Bolsas de Valores as modificações ocorridas nas posições acionárias do controlador ou do grupo de minoritários capaz de eleger membro do conselho de administração ou do conselho fiscal.

3.2 A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Ainda que sem o atual rótulo de governança corporativa, alguns dos princípios fundamentais da governança já existem entre nós, pelo menos no campo jurídico e teórico, há quase três décadas. Tanto a lei 6.385/76 – lei que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quanto a lei 6.404/76 – lei das Sociedades por Ações, desde as suas respectivas edições, já calcavam em premissas de transparência, publicidade, controle de legalidade, prestação de contas, dever de diligência e responsabilidades dos administradores e acionistas das companhias abertas.

A lei da CVM e a lei das Sociedades por Ações disciplinam o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal.

3.2.1 A importância da CVM

A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários. Cabe à CVM disciplinar o registro de companhias abertas e de distribuições de valores mobiliários; credenciar auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários; organizar o funcionamento das operações das bolsas de valores; administrar carteiras e a custódia de valores mobiliários; suspender ou cancelar

registros; suspender emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso na bolsa de valores.³⁵

O sistema de registro gera, na verdade, um fluxo permanente de informações ao investidor. Essas informações, fornecidas periodicamente por todas as companhias abertas, podem ser financeiras e, portanto, condicionadas a normas de natureza contábil, ou apenas referirem-se a fatos relevantes da vida das empresas. Entende-se como fato relevante, aquele evento que possa influir na decisão do investidor, quanto a negociar com valores emitidos pela companhia.

A CVM não exerce julgamento de valor em relação a qualquer informação divulgada pelas companhias. Zela, entretanto, pela sua regularidade e confiabilidade e, para tanto, normatiza e persegue a sua padronização. A atividade de credenciamento da CVM é realizada com base em padrões pré-estabelecidos que permitem avaliar a capacidade de projetos a serem implantados.

A lei atribui também à CVM a competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado. Diante de qualquer suspeita a CVM pode iniciar um inquérito administrativo, através do qual, recolhe informações, toma depoimentos e reúne provas com vistas a identificar claramente o responsável por práticas ilegais, oferecendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa. O colegiado tem poderes para julgar e punir o faltoso. As penalidades que a CVM pode atribuir vão desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, passando pelas multas pecuniárias. A CVM mantém, ainda, uma estrutura especificamente destinada a prestar orientação aos investidores ou acolher denúncias e sugestões por eles formuladas.

Quando solicitada, a CVM pode atuar em qualquer processo judicial que envolva o mercado de valores mobiliários, oferecendo provas ou juntando pareceres. Nesses casos, a CVM atua assessorando a decisão da Justiça. A CVM atua através da indução de comportamento, da auto-regulação e da autodisciplina, intervindo efetivamente, nas atividades de mercado, quando este tipo de procedimento não se mostrar eficaz.

No que diz respeito à definição de políticas ou normas voltadas para o desenvolvimento dos negócios com valores mobiliários, a CVM procura junto a instituições de mercado, do governo ou entidades de classe, suscitar a discussão de problemas, promover o estudo de alternativas e adotar iniciativas, de forma que qualquer alteração das práticas

³⁵ FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. Qualitymark Editora. 15ª edição. 2001. p.42.

vigentes seja feita com suficiente embasamento técnico e, institucionalmente, possa ser assimilada com facilidade, como expressão de um desejo comum.

A atividade de fiscalização da CVM realiza-se pelo acompanhamento da veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores mobiliários negociados. Dessa forma, podem ser efetuadas inspeções destinadas à apuração de fatos específicos sobre o desempenho das empresas e dos negócios com valores mobiliários.

3.2.2 Recomendações da CVM sobre governança

Conforme visto no item anterior, é dever da CVM zelar pela proteção do mercado, da companhia e dos acionistas minoritários, exigindo dos controladores e administradores uma conduta leal e compatível com as diretrizes da lei societária em vigor, instaurando, desta forma, um ambiente seguro e transparente para todos os participantes do mercado acionário.

Neste sentido, a CVM divulgou em junho de 2002 uma cartilha voltada para as companhias abertas com recomendações sobre governança corporativa.³⁶

As recomendações contidas nesta cartilha são, muitas vezes, mais rigorosas do que os padrões de conduta exigidos pela lei ou pela regulamentação da própria CVM. Embora essas recomendações não constituam normas que sejam passíveis de punição, a tendência é de se exigir que as demonstrações financeiras das companhias abertas indiquem o nível de adesão às práticas recomendadas pela CVM.

Como não poderia ser diferente, as disposições da cartilha da CVM sinalizam, claramente, a intenção de estimular a adoção de boas práticas de governança e desenvolvê-las na cultura corporativa brasileira. Ao conferir transparência às relações societárias e proporcionar maior igualdade entre os acionistas, a CVM contribui para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e atua no crescimento da economia do país.

Para garantir que os acionistas possam fazer uma avaliação completa dos seus direitos e do funcionamento da sociedade, a cartilha recomenda o amplo acesso de seu estatuto social e de quaisquer acordos de seus acionistas de que tenha conhecimento, bem como aqueles em que a companhia seja interveniente.

³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Rio de Janeiro. 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 12 ago.2008.

A padronização de procedimentos visando facilitar e simplificar o acesso à relação dos acionistas é outra recomendação da cartilha da CVM. No caso de acionistas detentores de no mínimo 0,5% do capital social, recomenda-se a publicação de seus endereços para correspondência.

A cartilha enfatiza que a atuação do conselho de administração deve se dar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria de modo a maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. Quanto à composição, recomenda-se que o número de membros não seja tão grande que prejudique a eficiência do órgão, mas que tenha um número suficiente para assegurar ampla representatividade dos acionistas. Assim, o conselho de administração deve ser composto por cinco a nove membros, dos quais pelo menos dois membros devem ter experiências em finanças e técnicas contábeis, e o maior número possível sejam membros independentes da administração da companhia, todos com mandato unificado de um ano, sendo facultada a reeleição.

A CVM ainda adverte que as companhias devem incluir em seus estatutos sociais, regras que assegurem aos acionistas titulares de ações preferenciais, que não integrem o bloco controlador, o direito de indicar e eleger livremente um membro e seu respectivo suplente para o conselho de administração. Adicionalmente, visando evitar conflitos de interesses, a CVM enquanto órgão fiscalizador sugere que os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria, sejam exercidos por pessoas distintas.

No que tange às decisões de alta relevância, a deliberação será tomada por maioria do capital, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie, tendo em vista seu impacto nos direitos dos acionistas. Já no que diz respeito ao *tag along* a cartilha estabelece para as companhias abertas, que a alienação de ações representativas do controle da companhia somente deve ser contratada sob a condição de que o adquirente realize oferta pública de aquisição de todas as demais ações da companhia pelo mesmo preço pago pelas ações de controle a todas as classes ou espécies de ações.

Neste sentido, como foi verificado no item 3.1.3 do presente trabalho, a lei 10.303/2001, em seu artigo 254-A, reintroduziu na lei societária, porém com novas bases, a exigência de realização de oferta pública de ações (OPA) ordinárias não integrantes do bloco de controle por, no mínimo, 80% do preço pago por cada ação integrante do bloco de controle, em casos de alienação de controle. Assim, partindo da regra introduzida pela lei 10.303/2001, a cartilha da CVM estendeu para as companhias abertas constituídas antes da

entrada em vigor da lei, o valor ofertado aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias a todas as demais ações da companhia, independente de espécie ou classe. E, ainda, para as companhias constituídas após a vigência da lei a CVM recomenda que seja garantido, na troca de controle, igual tratamento a todos os acionistas, sejam eles minoritários ou controladores, independente de espécie ou classe.

No que diz respeito à solução de conflitos, a CVM aconselha, também, que o estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia e entre acionistas controladores e minoritários deverão ser solucionadas por meio de arbitragem.

Já no que tange à transparência das informações financeiras das companhias, a cartilha da CVM sugere que, sem prejuízo do relatório anual, previsto no artigo 176 da lei 6.404/76, também deve ser apresentado um relatório em que sejam analisadas e justificadas as mudanças expressivas na demonstração de resultados e no balanço, bem como os acontecimentos relevantes do período coberto, tanto do ponto de vista contábil-financeiro, como do ponto de vista estratégico. Os acionistas também deverão ser informados sobre a política adotada pela administração para conduzir os negócios da companhia, assim como sobre os fatores de risco, os quais abrangem, necessariamente, uma conjugação de fatores internos, de concorrência e macroeconômicos.

A cartilha da CVM faz ainda recomendações sobre o conselho fiscal. O órgão fiscalizador estabelece que os titulares de ações preferenciais e ordinárias, que não façam parte do grupo de controle, tenham direito de eleger o mesmo número de membros eleitos pelo controlador. Recomenda-se ainda que o conselho fiscal deverá ser composto por no mínimo três e, no máximo, cinco membros.

Por fim, vale ressaltar que a cartilha aconselha a padronização das normas contábeis aplicáveis aos mercados, objetivando facilitar a análise e comparação do desempenho das companhias pelos acionistas. Neste sentido, a exigência de migração para as regras do *International Financial Reporting Standard* - IFRS, previstas já para o ano de 2010, solucionará essa questão. As normas IFRS são um conjunto de pronunciamentos de contabilidade internacionais publicados e revisados pelo *International Accounting Standards Board* - IASB com o objetivo de harmonizar as demonstrações financeiras consolidadas publicadas pelas empresas.³⁷ As principais vantagens na emissão de relatórios conforme as IFRS consistem em melhor transparência da contabilidade e em melhor qualidade nas informações para os acionistas. A determinação que as companhias brasileiras de capital

³⁷ FIPECAFI. *Normas Internacionais de Contabilidade*. Disponível em <http://www.fipecafi.com.br>. Acesso em 01 nov. 2008.

aberto passem a elaborar as demonstrações financeiras consolidadas com base nas normas do IFRS a partir do exercício de 2010 surgiu por meio de Instrução da própria CVM – Instrução CVM nº 547, editada em julho de 2007, em alinhamento com o Comunicado nº 14.259 do Banco Central do Brasil, de março de 2006.

3.3 A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F BOVESPA)

A seguir apresenta-se o papel da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, BM&F BOVESPA e os níveis diferenciados de governança corporativa existentes, para classificação das empresas listadas na Bolsa.

3.3.1 O papel da BM&F BOVESPA

A BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi criada em 2008 com a integração entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Juntas, as companhias formam a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a líder no continente latino-americano. No cenário global, em que acompanhar a velocidade das transformações torna-se um diferencial competitivo, a BM&FBOVESPA apresenta atraentes opções de investimento com custos de operação alinhados ao mercado. A nova bolsa oferece para negociação ações, títulos e contratos referenciados em ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias e moedas nas modalidades a vista e de liquidação futura.

A BM&FBOVESPA tem por missão:

ser líder no mercado de valores e derivativos da América Latina, a missão da BM&FBOVESPA é atuar na dinâmica macroeconômica de crescimento do mercado latino-americano e posicionar não apenas a Bolsa, mas também o Brasil como centro financeiro internacional de negociação de ações, commodities e outros instrumentos financeiros, com excelência operacional e atitudes socialmente responsáveis.³⁸

³⁸ BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 31 ago.2008.

3.3.2 Os níveis diferenciados de governança da BM&F BOVESPA

Em meados do ano 2000, diante do enfraquecimento e da fragilidade do mercado acionário brasileiro da época, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA criou, por meio das Resoluções nº 264 e 265 de 2000, dois segmentos especiais de listagem diferenciada, baseados em princípios de governança corporativa. Intitulados de Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, esses segmentos especiais objetivam, sobretudo, o fortalecimento dos direitos dos acionistas e a transparência das companhias, conferindo maior credibilidade ao mercado acionário, tornando as empresas mais atraentes aos investidores, agregando valor às mesmas, diminuindo o custo de captação de recursos e conferindo maior liquidez aos valores mobiliários emitidos pelas companhias.

Para alcançar esse objetivo e visando conferir mais eficácia às normas propostas pela Bovespa, foi instituída uma Câmara de Arbitragem de Mercado, que oferece ao investidor uma instância mais rápida e ágil para a resolução de conflitos surgidos no âmbito das companhias listadas no Novo Mercado ou aderentes ao Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa.

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, implantados em dezembro de 2000 pela Bovespa, são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato, assinado pela BOVESPA, pela

Companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

A partir da implementação desses novos segmentos, as companhias têm quatro opções: o Novo Mercado, o Nível 1, o Nível 2 e o mercado tradicional. Ocorre que caso a companhia opte pelo mercado tradicional deverá cumprir as normas contidas na legislação brasileira e nos regulamentos da CVM. Entretanto, para entrar nos outros mercados, isto é, nos outros três segmentos criados pela Bovespa, as companhias terão de respeitar o estabelecido nas leis brasileiras, nos normativos da CVM e ainda devem observar às regras mais restritivas e rígidas, baseadas nos princípios de governança corporativa, que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários.

Ressalte-se ainda que a criação desses segmentos diferenciados na Bovespa conferiu liquidez às ações das companhias listadas nos mesmos, colocando o Brasil em posição de destaque entre os países com mercados acionários com melhor desempenho em 2007. A título de exemplo o volume total negociado na Bovespa apresentou crescimento de 100,3% em 2007, na comparação com 2006, atingindo R\$ 1,2 trilhão. Com a nova marca, a média diária saltou para R\$ 4,9 bilhões, 101,1% a mais do que os R\$ 2,4 bilhões do ano de 2006. O número de negócios cresceu 74%, sendo que as aplicações realizadas por investidores estrangeiros lideraram a movimentação financeira da Bovespa ao longo de 2007, encerrando o ano com participação de 34,5% do volume total.

O valor de mercado das 404 empresas com ações negociadas na Bovespa atingiu R\$ 2,5 trilhões em dezembro de 2007, com um acréscimo de 60,4% em relação ao ano anterior, quando chegou a R\$ 1,54 trilhão.

As 156 empresas que, ao final de dezembro de 2007, integravam os níveis diferenciados de governança corporativa, sendo 92 empresas no Novo Mercado, 20 empresas no Nível 2 de governança corporativa da Bovespa e 44 no Nível 1, representaram 56,7% do valor de mercado, 65,5% do volume financeiro e 73,7% da quantidade de negócios no mercado à vista da Bovespa.³⁹

³⁹ BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 30 jun. 2008.

3.3.2.1 Novo Mercado

O Novo Mercado, inspirado no modelo alemão *Neuer Markt*, caracteriza-se por ser um segmento de listagem diferenciada, destinado à negociação de ações emitidas por companhias, que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa mais rígidas. Ressalte-se que este é um segmento voltado principalmente para as companhias que venham abrir seu capital na Bovespa. A título de comparação, o *Neuer Markt* é um segmento especial da bolsa de valores de Frankfurt, implementado em 1997 em que as companhias listadas devem estabelecer estruturas e mecanismos de governança corporativa, como o *free float* de 25%, a proibição de emissão de ações que não tenham direito à voto e a previsão de uma agência de arbitragem para resolver disputas internas com mais rapidez e proteger os direitos dos investidores.⁴⁰

As companhias que aderem a este segmento especial da Bovespa têm que se submeter a rígidos e rigorosos normativos, consolidados no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que visam oferecer mais garantias para os investidores através de elevados padrões de governança corporativa e melhora na qualidade das informações prestadas, ou seja, maior grau de transparência.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Adicionalmente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais, dentre outras: (i) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*); (ii) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; (iii) conselho de administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição e sendo que, no mínimo, vinte por cento dos membros deverão ser conselheiros independentes; (iv) melhoria nas informações prestadas, disponibilizando ao público demonstrações financeiras consolidadas, demonstração dos fluxos de caixa, informações corporativas como a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores; (v) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões

⁴⁰ DEUTSCHE BORSE. Disponível em <http://www.exchange.de>. Acesso em 30 jun.2008.

internacionais IFRS ou US GAAP; (vi) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; (vii) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, dentre outros; (viii) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; (ix) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia, isto é, *free-float* mínimo de 25% e; (x) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.⁴¹

Ressalte-se que alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social das companhias.

3.3.2.2 *Nível 1 da Bovespa*

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. A companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação: (i) melhoria nas informações prestadas, adicionando demonstrações financeiras consolidadas, demonstração dos fluxos de caixa, a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições; (ii) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; (iii) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, dentre outros; (iv) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; (v) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; (vi) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia e; (vii) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

⁴¹ BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 30 jun. 2008.

3.3.2.3 Nível 2 da Bovespa

As companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. A companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação: (i) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP; (ii) Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 anos, permitida a reeleição e sendo que, no mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes; (iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral; (iv) 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, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível e; (v) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

3.4 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

A seguir apresenta-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, e sua importância no desenvolvimento das práticas de governança corporativa entre as empresas nacionais, sobretudo com a criação do Código de Melhores Práticas.

3.4.1 Atuação do IBGC

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – é uma sociedade civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos, exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil e a principal fomentadora das práticas e discussões sobre o tema no país.

Fundado em 27 de novembro de 1995, o IBGC tem o propósito de ser a principal referência nacional em governança, desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas no Brasil, contribuindo para o melhor desempenho das organizações e, conseqüentemente, para uma sociedade mais justa, responsável e transparente.⁴²

O IBGC foi responsável pela elaboração, no Brasil, do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançado em maio de 1999. Procurando atualizar e refletir todas as alterações, em 2001, o Código de Melhores Práticas passou por uma primeira revisão. Mais recentemente, em 2004, foi lançada a terceira versão, revisada e ampliada.

3.4.2 O IBGC e o código de melhores práticas

Com o objetivo de servir de instrumento de apoio e de motivação para a melhoria contínua das práticas de governança corporativa no país, o código de melhores práticas foi lançado em maio de 1999, quando a própria expressão governança corporativa era praticamente desconhecida no Brasil. Os principais modelos e práticas de governança passaram por intenso questionamento e houve uma acentuada evolução do ambiente institucional e empresarial em nosso país. Em abril de 2001, houve uma primeira revisão, já sob a ótica de avanços legislativos e regulatórios que atestaram a importância da governança corporativa e que, de forma sistemática, buscaram captar os principais elementos das mudanças, trazendo-as para o contexto brasileiro e sugerindo considerações que contribuíram para melhorar a competitividade das empresas nacionais por busca de capitais no mercado acionário.

Em junho de 2003 foi criado um comitê *ad hoc* para rever o Código, tendo o mesmo sido discutido e aprovado pelo Conselho de Administração do IBGC.

A segunda edição do Código, a de 2001, já foi lançada sob a proteção de importantes avanços legislativos e regulatórios, que atestaram a importância da governança corporativa, abrangendo temas como transparência, prestação de contas, *tag along*, *poison pills*, acordos

⁴² INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 01 jul. 2008.

de acionistas, relacionamento com minoritários, direitos dos preferencialistas, conflitos de interesses e arbitragem. Já a segunda revisão, em 2003, incorporou questões novas como responsabilidade corporativa, conselho de família, *free float*, maior detalhamento dos atributos e do escopo de atuação de conselheiros independentes e a constituição de um comitê de auditoria, à luz dos requisitos da lei Sarbanes-Oxley.

Visando indicar caminhos para todos os tipos de sociedades, sejam elas sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou ainda civis, o Código tem por objetivos: (i) aumentar o valor da Companhia que o adote, (ii) melhorar seu desempenho, (iii) facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e (iv) contribuir para a perenidade da Companhia.

Ressalte-se que a elaboração do Código foi influenciada pela experiência internacional de diversos códigos de melhores práticas, bem como de outras fontes, como reflexões dos próprios conselheiros sobre a lei das sociedades anônimas e sobre suas experiências.

Segundo o código de melhores práticas, a governança corporativa engloba os acionistas ou quotistas, o Conselho de Administração e seus comitês, o Conselho Fiscal, a Gestão da companhia e a Auditoria Independente.

3.4.2.1 Conselho de Administração

No que diz respeito ao Conselho de Administração, o Código estabelece que sua atuação deve se dar de forma a proteger e valorizar o patrimônio da sociedade e maximizar o retorno do investimento dos acionistas, decidindo sempre no interesse da companhia. Deve, ainda, conhecer os valores da sociedade, os propósitos e as crenças dos acionistas e zelar pelo seu aprimoramento.

Independentemente de sua forma societária e de ser companhia aberta ou fechada, toda sociedade deve ter um Conselho de Administração eleito pelos sócios, sem perder de vista todas as demais partes interessadas (*stakeholders*), o objeto social e a sustentabilidade da sociedade no longo prazo.

Os conselheiros – membros que compõem o Conselho de Administração - devem sempre decidir no melhor interesse da sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou elegeu. Desta forma, a missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar o patrimônio da companhia, bem como maximizar o retorno sobre o investimento. O

Conselho de Administração deve conhecer os valores da empresa, seus propósitos e a crença de seus sócios, de tal forma que possa prevenir e administrar situações de conflitos de interesses ou de divergência de opiniões, a fim de que o interesse da empresa sempre prevaleça.

O Conselho de Administração é responsável pela definição da estratégia da companhia, pela eleição e a destituição do seu principal executivo, pela aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos da companhia de acordo com proposta do executivo principal, pelo acompanhamento da gestão, pelo monitoramento dos riscos e ainda pela indicação e substituição dos auditores independentes. É também responsabilidade do Conselho supervisionar o relacionamento entre os executivos da companhia e as demais partes interessadas (*stakeholders*).

O número de membros do Conselho de Administração deve ser o menor possível, podendo variar entre 5 e 9 conselheiros, dependendo do perfil da sociedade.

A missão do Conselho é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas, agregando valor ao empreendimento. O Conselho deve zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas nas atividades da empresa.

A competência do Conselho deve destacar a determinação de estratégias, a eleição e destituição de diretores, a fiscalização da gestão dos diretores e a eleição e destituição dos auditores independentes (previsto na Lei 6.404, art. 142). As atividades devem estar normatizadas em um regimento interno, tornando claras suas responsabilidades e atribuições, e prevenindo situações de conflito com a diretoria executiva, notadamente com o executivo principal (CEO). O Conselho deve estimular um código de ética da empresa.

Adicionalmente, o Conselho ou Comitê de Auditoria negocia com os auditores independentes, estabelecendo o programa de auditoria e as condições do trabalho.

Sugere-se reunião do Conselho regularmente para poder avaliar a gestão da diretoria. Pessoas-chave da empresa poderão ser convidadas ocasionalmente para participar das reuniões do Conselho para exporem suas atividades. Cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho e de cada um dos conselheiros.

O IBGC sugere alguns itens para qualificação do conselheiro: (i) integridade pessoal; (ii) capacidade de ler e entender relatórios financeiros; (iii) ausência de conflitos de interesse; (iv) - disponibilidade de tempo e; (v) motivação.

Sugere também que na composição do Conselho devem estar presentes entre os membros as seguintes experiências ou conhecimentos: (i) experiência de participação em bons

conselhos de administração, ou seja, os reconhecidos por sua excelência; (ii) experiências como executivo principal; (iii) experiências em administrar crises; (iv) conhecimentos de finanças; (v) conhecimentos contábeis; (vi) conhecimento do ramo da empresa; (vii) conhecimentos do mercado internacional; (viii) visão estratégica e; (ix) contatos de interesse da empresa.⁴³

Além disso, o IBGC sugere observar limite de idade, mudança de ocupação do conselheiro, remuneração, consultas externas, presidente do conselho e da diretoria.

O IBGC classifica os conselheiros em três tipos: (i) independentes; (ii) externos (conselheiros que não trabalham na empresa, mas não são independentes) e; (iii) internos (conselheiros que são diretores da empresa ou que são empregados pela empresa).

O conselho fiscaliza a gestão dos diretores, daí deve-se evitar acumulação de cargos entre conselheiros e diretores.

3.4.2.2 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal tem o objetivo de fiscalizar assídua e minuciosamente a administração da sociedade, sendo eleito pelos sócios e composto por três membros efetivos e três suplentes, conforme previsto no artigo 56 da lei 5764/71.

Os membros do Conselho Fiscal devem, obrigatoriamente, ser cooperados e serão eleitos anualmente em assembléia geral. Não poderão compor o Conselho fiscal, além das pessoas impedidas por lei, os condenados a pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, ou contra a economia popular, fé pública ou a propriedade e os parentes entre si até o 2º grau, em linha reta ou colateral, conforme dispõe os artigos 51 e 56 § 1º da lei 5.764/71.

Não é possível o exercício simultâneo e cumulativo de cargos nos órgãos de administração e fiscalização, isto é, os membros do conselho de administração não podem participar no conselho fiscal. Também é vedado ao associado menor de 18 anos ser membro do Conselho Fiscal, salvo emancipado. O mandato do conselheiro fiscal é de um exercício ou

⁴³ VENTURA, Luciano Carvalho. *Os Fundamentos da Governança Corporativa*. Trevisan. São Paulo, 2000. Passim.

um ano, sendo a reeleição permitida apenas para um terço (1/3) de seus componentes, conforme disposto no artigo 56 da lei 5764/71.

Trata-se de boa prática do conselho de administração reunir-se periodicamente com o conselho fiscal para tratar de assuntos de interesse comum. Pela legislação, o conselho fiscal tem o direito e dever de participar de reuniões do conselho de administração, em que se discutam assuntos sobre os quais o conselho fiscal deve opinar. Além disso, o conselho de administração deve fornecer aos membros do conselho fiscal, cópia integral das atas de todas as suas reuniões.

3.4.2.3 Gestão

O Código dispõe sobre a questão da competência, atuação e responsabilidades da gestão. Inicialmente é estabelecida a competência do principal executivo, responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. Sempre atuando de forma a proteger os interesses da sociedade, o *Chief Executive Officer* - CEO é o responsável por prestar contas ao Conselho de Administração.

Assim, o executivo principal de uma companhia deve prestar contas ao Conselho de Administração e é o responsável pela execução das diretrizes por este fixadas. Seu dever de lealdade é para com a sociedade. Deve ainda indicar os diretores para aprovação do Conselho de Administração, fornecer todas as informações dotadas de grande importância a todos os interessados, criar sistemas de controles internos capazes de organizar e monitorar um fluxo de informações corretas, reais e completas sobre a empresa.

Cada um dos diretores é pessoalmente responsável pelas suas atribuições na gestão e deve prestar contas disso ao executivo principal e, ao Conselho de Administração, aos sócios e demais envolvidos, na presença do executivo principal.

Ressalte-se ainda o posicionamento do Código com relação às chamadas *stock options* (opção sobre ações). Criadas com o objetivo de proporcionar um alinhamento de interesses entre a companhia e seus funcionários, as *stock options* funcionam como um bônus condicionado a determinado resultado. Esse mecanismo permite com que os executivos lucrem com o aumento do preço das ações de emissão da companhia, e não percam nos casos de baixa desses preços, uma vez que estes só exercem suas opções quando forem

financeiramente atrativas. Entretanto, esse posicionamento passou a ser revisto após os escândalos envolvendo instituições internacionais como a Enron e a Worldcom, em que os executivos manipularam os resultados das companhias, induzindo uma falsa valorização das ações. Assim, dado o caráter dúplice das opções de compra de ações da companhia para os diretores, o Código aconselha que não seja estabelecido este tipo de remuneração aos membros responsáveis pela Gestão da companhia.

3.4.2.4 Auditoria Independente

Os auditores independentes são agentes de governança corporativa responsáveis pelo exame das demonstrações financeiras, verificando se estas refletem a realidade patrimonial e financeira da sociedade.

A auditoria independente deve encaminhar ao Comitê de Auditoria, ou na falta deste ao Conselho de Administração, informações sobre as deficiências e falhas relevantes encontradas nos controles internos, além de sugerir tratamentos contábeis alternativos, discutir as principais políticas contábeis da sociedade, avaliar os riscos e análise de possibilidades de fraude e casos de discordância da Diretoria. Deve, ainda, encaminhar aos órgãos citados, uma declaração que assegure sua independência em relação à sociedade, a fim de evitar que uma situação de conflitos de interesses se estabeleça, em prejuízo da sociedade.

Cabe ao Conselho de Administração a escolha e o relacionamento com os auditores independentes. Sendo esta uma prerrogativa indelegável. O Conselho de Administração também é responsável pela aprovação dos honorários dos auditores independentes e planos de trabalho, bem como avaliar seu desempenho. Havendo um comitê de auditoria, caberá a este tratar desses assuntos e submetê-los à palavra final do Conselho de Administração.

4. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A seguir, aborda-se a correlação entre a existência e a adoção de práticas de governança corporativa no Brasil e o desenvolvimento do mercado de capitais no país, ressaltando a importância do fortalecimento do mercado de capitais para o crescimento sustentável do país.

4.1 Relevância do mercado de capitais na economia

De acordo com Carvalho, o mercado de capitais pode ser definido como um sistema de distribuição de valores mobiliários, com o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização, sendo constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Em sua grande maioria, os principais títulos negociados são os que representam o capital de empresas ou empréstimos tomados, via mercado, por empresas, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. São abrangidas pelo mercado de capitais, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações, e outros derivativos, que constituem títulos de renda variável, emitidos por sociedades de ações, e que representam a menor fração do capital da empresa emitente, podendo ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados⁴⁴.

Quando bem desenvolvido e estruturado, o mercado de capitais permite que seja eliminada a concentração de investimentos nas mãos de certos agentes econômicos, o que permite que, através da rápida recondução do capital para investimentos diversos, torne-se possível a efetivação de maior gama de projetos produtivos, o que por consequência contribui para o processo de crescimento da economia. O investidor, por sua vez, ao entrar no mercado

⁴⁴ CARVALHO, Cristiano Martins. *Qual o problema do mercado de capitais no Brasil?* Revista FGV Management. São Paulo. 2002. p. 15-30.

de capitais, busca a otimização de três aspectos básicos: retorno, prazo e proteção, e ao analisá-lo, realiza projeção de sua rentabilidade, liquidez e grau de risco.

No atual mundo globalizado as empresas precisam realizar investimentos contínuos em melhorias de processos, expansão da capacidade produtiva e ainda é necessário estarem continuamente atentas aos processos de fusões e aquisições e oportunidades que possam surgir nesse sentido.

É nesse contexto que o mercado de capitais vem se desenvolvendo e adquirindo maior importância. As corporações buscam o mercado de capitais como forma de capitalização e crescimento, gerando desta forma renda e empregos, o que contribui para o desenvolvimento do país como um todo.

De acordo com a definição da BM&F Bovespa, o mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras, “que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias e viabilizar seu processo de capitalização”⁴⁵.

No mercado de capitais são realizadas operações de compra e venda de valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas, de tal forma que quando uma companhia emite, por exemplo, novas ações, e as lança no mercado para sua primeira operação, denominada de subscrição de valores mobiliários, estamos diante do mercado primário. Entretanto, quando esse mesmo investidor negociar essa mesma ação no mercado, vendendo-a para um terceiro, estamos diante do mercado secundário.

O mercado de capitais brasileiro negocia cerca de R\$ 3 bilhões diariamente no mercado secundário. Esse volume de negociações é conhecido como a liquidez do mercado e verifica-se que essa liquidez aumentou bastante no mercado nacional nos últimos anos.

Os benefícios de captação de recursos no mercado de capitais, através de uma oferta pública de ações são inúmeros. Optando por essa forma de captação as empresas podem diluir seus riscos e partilhá-los com os investidores, sem onerar a sua dívida e conseqüentemente suas despesas financeiras, o que, por fim, contribui para o aumento de sua competitividade.

4.1.1 O contexto brasileiro

⁴⁵ BM&F BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 10 jun.2008.

No Brasil, o ciclo de desenvolvimento do mercado de capitais teve início com o Programa Nacional de Desestatização e com o ingresso de investidores estrangeiros nas bolsas de valores. Desde então, os investidores nacionais passaram a competir com os estrangeiros, disputando o capital com estes últimos.

Um importante papel na alavancagem do mercado brasileiro foi também desempenhado pelos investidores institucionais, principalmente as fundações de previdência privada como a PREVI dos funcionários do Banco do Brasil e a PETROS dos funcionários da PETROBRAS.

No mercado de capitais brasileiro existem vários problemas que interferem na rentabilidade e liquidez do título investido, contudo, o principal problema refere-se ao grau de risco do investimento, não no tocante a sua volatilidade, mas à segurança advinda do conflito de interesses existente entre acionista controlador e acionista minoritário.

Não obstante os problemas existentes, sobretudo o acima ressaltado, que trata das divergências entre o acionista controlador e os minoritários que, no caso brasileiro acaba por ser amplificado dado o nosso histórico do desenvolvimento empresarial ter ocorrido através do crescimento de empresas familiares, o Brasil passa por uma transformação substancial em diversos setores no que tange o mercado de capitais. Merece reconhecimento o trabalho desenvolvido por diversas instituições, dentre as quais merecem destaque a própria BM&FBovespa, que impulsionaram o mercado, garantindo transparência para que novos investidores passassem a considerar esta opção de investimento e ingressassem no mercado. Apenas em 2007 houve uma captação de soma superior a US\$ 25 bilhões em razão das ofertas com abertura de capital pelas empresas nacionais, o que democratiza e populariza o acesso ao mercado.⁴⁶ Do mesmo modo, um número expressivo de empresas entrou no mercado, migrando da posição de companhia fechada ou sociedade limitada, para o campo das sociedades anônimas abertas, seguindo o diploma normativo 6.404/76, e suas modificações posteriores implementadas pela lei 10.303 de 2003, ambas criando condições, em maior ou menor grau, para uma maior transparência nas operações das empresas.

Dentro deste contexto, vale se considerar o enquadramento formal e substancial das empresas às práticas de governança corporativa. O respeito ao investidor e ao próprio acionista concatena obediência ao mecanismo da governança corporativa. Assim, qualquer descompasso pode ser capaz de inviabilizar a permanência e obrigar o fechamento do capital.

⁴⁶ ABRÃO, Carlos Henrique. *Sociedades Simples*. Juarez de Oliveira. São Paulo. 2008. Passim.

Importante frisar que o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro deve se dar de forma qualitativa e quantitativa. É notório o aumento do número de investidores dispostos a aplicar seus recursos no mercado brasileiro, financiando projetos de expansão, investindo em tecnologia e na modernização das sociedades, o que é fator de ampliação do mercado e, conseqüentemente, de crescimento econômico. Porém, a expansão do mercado de capitais também dependerá de seu fortalecimento, que só será possível a partir do enrijecimento de suas normas, do maior acesso à informação, da fixação de normas éticas, da aplicação de penas nos casos de seu descumprimento e da melhor fiscalização do mercado.

4.1.2 O mercado de capitais em ambiente de incerteza jurídica

A morosidade do poder judiciário parece se agravar quando é relativa a uma área intrinsecamente dinâmica e conectada ao mercado, como é o caso de disputas envolvendo negociações no mercado de valores mobiliários. Por ser um ambiente em que a tomada de decisões é freqüente e imediata, a demora para a solução de um conflito proveniente de uma negociação tende a tornar pendente toda uma teia de relações estabelecidas entre os diversos agentes atuantes neste mercado. Com isso, qualquer conflito erigido ganha maiores proporções. Adicionalmente, em razão da dinâmica do mercado, a falta de solução tempestiva faz com que os agentes ignorem a pendência, ou melhor, o conflito, e continuem a operar. Conseqüentemente, independentemente do teor da decisão judicial, em muitos casos ela tende a se tornar impraticável.

Segundo Amorim, a arbitragem e demais mecanismos privados de resolução de conflitos não fornecem a segurança jurídica e o ambiente institucional necessários ao crescimento econômico uma vez que as sentenças arbitrais têm sido constantemente anuladas no Brasil, ou ao menos, contestadas. Assim, a arbitragem não pode substituir plenamente o judiciário como mecanismo de *enforcement*.⁴⁷

No mecanismo atual do Brasil verifica-se que o mecanismo de *enforcement* público, isto é, o Poder Judiciário togado pelo Estado, apresenta-se falho como conseqüência de

⁴⁷ AMORIM, Claudia Souza de. *Arbitragem como mecanismo alternativo na solução de conflitos pertinentes a contratos de concessão no Brasil junto ao setor de petróleo e gás natural*. Dissertação de mestrado apresentada no Centro Universitário Fluminense, UNIFLU. Dezembro, 2007.

sua morosidade. Ademais, se somarmos a isso o fato de que o sistema judiciário brasileiro, do modo como é organizado atualmente, carente de especialização, não é capaz de suprir as demandas do mercado, ou melhor, de resolver os conflitos em consonância com as expectativas dos agentes econômicos, obtemos um cenário no qual impera a insegurança jurídica. Não obstante o bom funcionamento de mecanismos privados de *enforcement*, como o do procedimento arbitral, seus benefícios são amenizados em razão de suas constantes anulações e contestações pelo sistema público de *enforcement*.

No mercado de valores mobiliários brasileiro obteve-se um crescimento sem igual nos últimos anos, sem que houvesse um ambiente institucional (*enforcement* público) que lhe provesse a segurança jurídica suficiente, o que nos leva a concluir que outros mecanismos substituíram o sistema jurídico, como forma de garantir previsibilidade e segurança aos investidores, já que sem esses fatores não seria possível um crescimento tão grande no volume de investimentos como se verificou na Bovespa.

4.2 Importância das práticas de governança no mercado de capitais

Condição indispensável para o desenvolvimento do mercado de capitais é a disseminação de informações sobre as companhias que negociam seus papéis na bolsa de valores. A disseminação de informações para o mercado torna a companhia mais transparente, diminui o risco de fraudes e, conseqüentemente, gera confiança para o investidor que passará a observar os papéis dessa companhia como potencialmente atrativos, pelo menos sob o ponto de vista da governança.

Historicamente o mercado de capitais brasileiro não pode ser considerado um exemplo de boas práticas de governança corporativa. Vários são os exemplos passados em que os acionistas minoritários foram esquecidos em prol dos interesses de grandes grupos controladores. Atitudes como essas contribuíram para o enfraquecimento do mercado, cenário esse que, apenas recentemente, vem sendo alterado, grande parte em função das práticas de governança corporativa que as companhias têm se esforçado em adotar.

O mercado funciona como um indicador de confiança dos investidores, reagindo de acordo com a qualidade das práticas de governança corporativas adotadas e com os resultados aferidos, exercendo uma forte pressão sobre a administração da companhia.

Andrade e Rossetti destacam alguns mecanismos através dos quais o mercado de capitais exerce esse controle sobre a governança corporativa. O primeiro deles seriam os ágios e deságios de governança, transmitidos pelas cotações das ações negociadas, isto é, o mercado reage aos resultados das operações das companhias, a fatos relevantes que envolvem questões societárias e de negócios, bem como às expectativas de retornos futuros. Assim, a cotação das ações das companhias reflete o grau de confiança e satisfação dos acionistas com a gestão corporativa, o valor do mercado reflete assim a competência dos controladores e dos gestores.⁴⁸

Outro mecanismo de controle externo utilizado quando os controles internos se tornam ineficazes é o *takeover* hostil, ou mercado de controle corporativo. Esse mecanismo objetiva disciplinar e substituir gestores ineficazes, responsáveis pelo mau desempenho de uma corporação. Esse processo de aquisição de controle ocorre através da oferta de compra de parte, ou de todas as ações em circulação de uma companhia potencialmente subvalorizada, a um preço declarado. A tomada de controle será bem sucedida caso o adquirente obtenha mais de 50% das ações com direito a voto, possibilitando que este novo acionista tenha representação majoritária no Conselho de Administração, substitua a ineficiente direção executiva, implante diretrizes de gestão de melhor qualidade, assumindo, desse modo, o controle efetivo da companhia.

⁴⁸ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2ª edição. São Paulo, 2004. Passim.

5. CONCLUSÃO

A governança corporativa surge como uma reação às práticas não eqüitativas, ao desrespeito aos acionistas minoritários e ao próprio poder de controle. Os investidores adquirem consciência de sua força e passam a exigir um mínimo de ética no funcionamento das companhias. As idéias do movimento originado na Inglaterra e nos Estados Unidos difundem-se pelo mundo, procurando adequar-se às peculiaridades das diversas legislações e, sobretudo, à estrutura de cada mercado. No Brasil, a governança corporativa teve sua semente lançada com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a qual se seguiram outras iniciativas de indiscutível relevância. Especial destaque para a lei nº 10.303 de 2001 que, ao promover a reforma da lei das sociedades por ações, inseriu no ordenamento jurídico brasileiro importantes inovações no que concerne aos direitos dos minoritários. Pertinente também é a discussão sobre a eficácia da intervenção estatal no mercado de valores mobiliários, sobretudo através da atuação da CVM e do BNDES.

O que se conclui com o presente trabalho é que a simples promulgação de leis não é suficiente para proporcionar o adequado funcionamento do mercado de capitais. A auto-regulação igualmente não atingiu a excelência desejada, conforme se verifica diante de escândalos ocorridos no mercado norte-americano, onde se destacam os casos da Enron e da Worldcom e, talvez, possa-se verificar, também, com a recente crise financeira internacional. No entanto, ainda que a lei não tenha o condão, de por si só, implementar todas as condições necessárias para o perfeito desenvolvimento do mercado de capitais, nem por isso deve ser desconsiderada a significativa contribuição que a disciplina legal conferiu.

De qualquer modo, vigendo ou não preceitos do direito positivo, há que se reconhecer a força dos códigos de governança corporativa. Destituídos de caráter cogente, a inobservância de suas regras não implica, num primeiro momento, a imposição de sanção às companhias. Entretanto, a inexistência de sanção de direito não impediu a ocorrência de sanções de fato, aplicadas pelos investidores, e em última instância, pelo próprio mercado. Assim é que este estudo demonstra a importância da governança corporativa para a alavancagem das companhias, sugerindo que a adoção de suas práticas cria expectativas no

mercado, muitas vezes mais decisivas para a evolução da companhia do que qualquer dispositivo legal.

Ao absorver os princípios como equidade, transparência, prestação de contas a governança corporativa contribui para a formação de uma sociedade mais justa, transparente e responsável.

A implantação de boas práticas de governança evita a evasão de recursos, aumenta a qualidade e integridade dos relatórios financeiros, amplia o fluxo de informações, estabelece uma estrutura e um sistema de controle eficazes no desenvolvimento da companhia, instituindo um ambiente positivo e confiável nas corporações e, conseqüentemente, conquistando a confiança dos investidores.

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, Carlos Henrique. *Sociedades Simples*. Editora Juarez de Oliveira. São Paulo. 2008.
- ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. *A arbitragem no direito societário*. Revista da Faculdade de Direito de Campos. Ano VII. Nº 9. Campos. Dezembro, 2006.
- AMORIM, Claudia Souza de. *Arbitragem como mecanismo alternativo na solução de conflitos pertinentes a contratos de concessão no Brasil junto ao setor de petróleo e gás natural*. Dissertação de mestrado apresentada no Centro Universitário Fluminense, UNIFLU. Dezembro, 2007.
- ANDRADE, Adriana e ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2ª edição. Editora Atlas. São Paulo, 2004.
- ARANHA, Bruno Caldas. *A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais*. Monografia para graduação em Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002.
- ASCARELLI, Túlio. *Panorama do Direito Comercial*. Editora Minelli. 2ª Edição. São Paulo. 2007.
- BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. *Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa*. Revista do BNDES. V.12, N.24. Rio de Janeiro, 2005.
- BORGES, Luiz Ferreira; SERRÃO, Carlos Fernando. *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil*. Revista do BNDES. V. 12, N.24. Rio de Janeiro. 2005.
- BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>.
- CARVALHAL, André. *Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras*. Revista de Administração da Universidade de São Paulo. (RAUSP). V. 39, N. 4. São Paulo. 2004.
- CARVALHO, Cristiano Martins. *Qual o problema do mercado de capitais no Brasil?* Revista FGV Management. São Paulo. 2002

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A* 2ª edição. Editora Saraiva. São Paulo. 2002.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. Volume 2. 9ª edição. São Paulo. Saraiva. 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16 set. 2008.

DEUTSCHE BORSE. Disponível em <http://www.exchange.de>. Acesso em 30 jun.2008.

FEBRABAN. *Um Estudo sobre a importância do Compliance*. Disponível em <http://www.febraban.org.br>. Acesso em set. 2008.

FIPECAFI. *Normas Internacionais de Contabilidade*. Disponível em <http://www.fipecafi.com.br>. Acesso em 01 set. 2008

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. Qualitymark Editora. 15ª edição. 2001

GRUN, Roberto. *Atores de Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira*. Revista Brasileira de Ciências Sociais. V. 18. n. 52. São Paulo. 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 16 set. 2008.

_____. *Lei Sarbanes-Oxley: Implicações para as Companhias Estrangeiras Registradas na SEC*. Seminário, 2004. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em ago. 2008.

JERUSSALMY, Esther. *Lei das S/A: Alteração na legislação fortalece sócio minoritário*. São Paulo, 2005.

KIM, Felipe; ALCANTARA, Diana. *O artigo 120 da Lei das Sociedades Anônimas*. Espaço Jurídico Bovespa. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em ago. 2008.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. Blackwell, 3rd edition. Oxford, 2003.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. *A arbitragem nos acordos de acionistas*. Jornal Valor Econômico em 06/09/2006.

NOBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E.M.; BASIAL, D. *Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. Publicação da Bovespa. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais. São Paulo. 2000.

PEÇANHA, Marcus Vinicius Torres. *Um Estudo sobre a Influência da Lei Sarbanes-Oxley no Nível de Transparência dos Relatórios Anuais*. Dissertação de Mestrado Profissionalizante do IBMEC. Rio de Janeiro, 2007.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 24ª edição. Editora Saraiva. V. 2. São Paulo, 2005.

SANTOS, Luciana de Almeida Araújo; LEMES, Sirlei. *Sarbanes-Oxley: uma tentativa de recuperar a credibilidade do mercado de capitais norte-americano*. Monografia apresentada na Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos12004/299.pdf>. Acesso em 25 ago. 2008.

SIFFER FILHO, Nelson. *Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil dos anos 90*. Revista do BNDES. N.9 Rio de Janeiro. 2001.

SILVA, André Luiz Carvalhal. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. Editora Saraiva. Rio de Janeiro. 2006.

SILVA, Edson Cordeiro. *Governança Corporativa nas Empresas*. Editora Atlas. 2006.

VENTURA, Luciano Carvalho. *Os Fundamentos da Governança Corporativa*. Trevisan. São Paulo. 2000.

VIGNA, Marcelo Del. *Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor Empresarial*. 2007. Monografia apresentada no IV Concurso de Monografia CVM, Rio de Janeiro. 2007. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 ago. 2008.

WALD, Arnoldo. *O Governo das Empresas*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. N.15. São Paulo. 2002.