

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA SEGUNDO A LEI Nº.
10.303/01, QUE ALTERA A LEI DAS S/A.**

TCCC

Pâmela Daniel

**Santa Maria, RS, Brasil
2008**

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A NOVA LEI DAS S/A, 10.303/2001.

Por

Pâmela Daniel

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em **Ciências Contábeis**.

Orientador: Prof^a. Tania Moura da Silva

**Santa Maria, RS, Brasil
2008**

**Universidade Federal de Santa Maria
Centro de Ciências Sociais e Humanas
Curso de Ciências Contábeis**

A Comissão Examinadora, abaixo assinada,
aprova o Trabalho de Conclusão

**GOVERNANÇA CORPORATIVA SEGUNDO A LEI Nº. 10.303/01, QUE
ALTERA A LEI DAS S/A.**

elaborada por
Pâmela Daniel

como requisito parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Contábeis

COMISSÃO EXAMINADORA:

Prof. Tania Moura da Silva (UFSM)
(Orientador)

Joaquim Luiz Dorneles (UFRGS)

Luci Schumacher (UFSM)

Santa Maria, 14 de julho de 2008

RESUMO

Trabalho de Conclusão de Curso
Curso de Ciências Contábeis
Universidade Federal de Santa Maria

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A NOVA LEI DAS S/A, 10.303/2001.

AUTORA: PÂMELA DANIEL

ORIENTADOR: TANIA MOURA DA SILVA

Data e Local da Defesa: Santa Maria, 14 de julho de 2008.

Este trabalho efetua uma revisão bibliográfica referente a reforma da lei das S/A 6.404/76 através da aprovação da lei nº 10.303/01, no que tange aspectos da governança corporativa e a proteção dos acionistas minoritários. Bem como visa demonstrar o incremento de valor das ações e sua ligação direta com o aumento do nível de atitudes de governança corporativa nestas empresas. De acordo com a literatura as práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar acesso ao capital através de atitudes transparentes. A nova legislação vem para amparar os novos anseio do mercado acionário brasileiro, que valorizam mais as ações de empresas que mantêm ótimos níveis de governança corporativa. O amparo legal veio para legalizar este novo aspecto societário. A valorização da informação e ao acesso democrático dos acionistas. A nova legislação tem a finalidade de proteger os acionistas e selar as atitudes de transparência como imprescindíveis para dar maior confiabilidade às demonstrações financeiras das empresas. As práticas de governança corporativa deixam de ser apenas uma opção, e torna-se indispensável para aquelas empresas que desejam conquistar novos acionistas. Novos acionistas que, nos últimos anos, desejam não somente retorno, mas acima de tudo transparência e informação acerca da empresa. O mercado está a cada dia mais exigente em relação as informações, não só a empresa mas também o acionista, o papel do contador como disseminador desta informação é fundamental para o desenvolvimento da carreira contábil.

Palavras-chave: Lei nº 10.303/2001; Governança Corporativa; acionista.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Evolução da governança corporativa no Brasil.....	17
Figura 2. Níveis de governança corporativa da BOVESPA.....	20

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	5
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	9
2.1 Mercado de Capitais.....	9
2.2 Governança Corporativa no Brasil.....	13
2.3 Controle e Propriedade e Conflito de Agência	19
2.4 Inovações da Lei nº 10.303/2001	27
2.4.1 As ações preferenciais na Lei 10.303/2001.....	29
2.4.2 A representação de acionistas minoritários no Conselho de Acionistas	32
2.4.3 Os direitos na alienação de controle	34
3. METODOLOGIA	36
4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	38
4.1 Grandes Avanços.....	38
4.1.1 Tag Along (artigo 254º-A)	38
4.1.2 Fortalecimento da CVM (mediante provisória com nova redação da Lei 6.385/76)	39
4.1.3 Arbitragem (artigo 109º)	40
4.1.4 Limite para emissão de ações preferenciais (artigos 15º da Lei 6.404/76 e 8º da Lei 10.303/01)	40
4.1.5 Conselheiro dos minoritários (Artigo 141)	41
4.1.6 Avaliação para direito de retirada (artigo 45)	42
4.2 Coadjuvantes.....	43
4.2.1 Direito de retirada (artigo 137).....	43
4.2.2 Informações para assembléias (artigos 133º e 135º)	43
4.2.3 Prazo para convocação de assembléias (artigo 124º)	44

4.2.4 Regras para atuação do Conselho Fiscal (artigos 163º, 164º e 165º)	45
4.3 Ausências	46
4.3.1 Conflito de Interesses (artigo 115º)	46
4.3.2 Eleição do Conselho fiscal (artigo 161º)	47
4.3.3 Características das ações preferenciais (artigos 17º da lei 6.404/76, 6º e 8º da lei 10.303/2001)	48
4.3.4 Acordo dos Acionistas (Artigo 118)	49
4.3.5 Informações sobre compras e vendas de acionistas (artigo 116º - A)	51
5. CONCLUSÕES.....	52

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como tema principal o avanço de atitudes de boa governança corporativa nas empresas de capital aberto.

Foram analisadas as mudanças que a lei 10.303/2001 trouxe à lei das S/As e para a governança corporativa no Brasil, e seu reflexo na estrutura acionária das empresas atuantes no mercado de capitais, esta análise tem como objetivo geral demonstrar o impacto desta nova lei das S/As nas práticas de governança corporativa nas empresas atuantes no mercado acionário brasileiro, bem como os novos parâmetros de transparência, e de que maneira as boas atitudes de governança corporativa influenciam o valor das empresas.

Tem como objetivos específicos destacar de que maneira estes instrumentos protegem os acionistas minoritários, e também identificando as mudanças relativas a pulverização do controle acionário nas empresas de capital aberto através deste mecanismo legislativo, que é a lei 10.303/2001.

Mais do que "a obrigação de informar", a administração deve cultivar o "desejo de informar", sabendo que da boa comunicação interna e externa, quando espontânea, franca e rápida, resultam um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve ficar restrita somente ao desempenho econômico-financeiro, salientado pelas demonstrações financeiras, mas deve contemplar também os demais fatores que direcionam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor. Devido a estes fatores, analisar a governança corporativa como aspecto de valorização das ações, bem como a legislação relacionada ao tema é de importância relevante para entendermos a engenharia do desenvolvimento acionário brasileiro.

A justificativa em relação ao tema da pesquisa proposta é baseada no aumento das empresas que listam os níveis diferenciados de governança corporativa, e o aumento destas atitudes de transparência, democratização e maior divulgação de informações contábeis e financeiras. Principalmente no mercado brasileiro que avança a passos rápidos em relação a importância da boa governança corporativa.

Os mercados de capitais têm merecido uma atenção especial de seus investidores.

A expansão de economias saudáveis passa pelo desenvolvimento do mercado de capitais. É nela que empresas encontram alternativas para financiar seu crescimento. É função do mercado de capitais precificar os valores das ações que estão sendo negociadas. O processo de oferta e demanda é que dita as bases para esta precificação. As demandas e ofertas de uma ação variam em função das informações disponíveis acerca da empresa que emite a ação e de como os investidores analisarão e processarão essas informações. Quando o valor da ação capta todas essas informações, diz-se que o investidor está diante de um mercado eficiente. Ou seja, o mercado de capitais tende a ser mais eficiente na medida em que os investidores estejam cada vez mais bem informados.

A grande preocupação com a volatilidade das Bolsas de Valores, aliada a ausência parcial ou total de práticas de governança corporativa pelas empresas, constitui um fator importante na busca de uma forma de avaliar, corretamente, o valor de uma ação no mercado de capitais.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

A lei 10.303/2001 ainda que não tão forte, veio para acolher práticas de governança corporativa, procurando ampliar a proteção aos acionistas minoritários, bem como afirmar um maior controle e fiscalização dos órgãos incumbidos da administração da sociedade.

De modo específico, atualmente existem no Brasil uma série de considerações sobre a real influência que a reforma da Lei nº 6.404/76, mediante aprovação da Lei nº 10.303/2001 provocou nas relações conflituosas existentes entre os controladores e minoritários nas companhias, decorrentes principalmente das diferenciadas formas de expropriação possíveis fundamentadas na principal característica do problema de agência no país.

A literatura vigente afirma que melhoras nos padrões de governança corporativa, apesar de serem vistos como facilitadores do desenvolvimento do mercado de capitais e do financiamento de novos projetos de empresas, em países como o Brasil ainda existem dificuldades em relação a promoção de mudanças na legislação que acolham a proteção aos acionistas como fator determinante para desenvolvimento do mercado .

A governança corporativa, amparada pela legislação, confere ao acionista minoritário maior proteção legal, e sendo ele a principal fonte de captação de recursos fomenta, dessa maneira, o desenvolvimento econômico e financeiro do país.

A Governança Corporativa possui uma extrema importância para a realidade empresarial mundial. A nova Lei das S/A's, através da 10.303/2001 auxilia as empresas nacionais quando introduz medidas de boas práticas de gestão, caracterizando o país como preocupado em proteger os investidores. Comparativamente, após escândalos contábeis nos Estados Unidos, lá se promulgou a lei Sarbanes-Oxley que introduziu um controle rigoroso dos resultados contábeis. Ambas as leis influenciaram de maneira positiva as empresas brasileiras, uma vez que as duas obrigaram a implantação de boas práticas. O mercado de capitais é sensível às demonstrações de resultado, o que pode trazer alterações constantes ao valor das ações. Através de um cenário baseado na informação eficiente, certas empresas ingressam em um nível privilegiado de confiança, quebrando a barreira da informação com os investidores. Princípios da Governança Corporativa são mais que simples

regras, devem interar a cultura empresarial. A preocupação com o investidor, independente da sua relevância, é sinônimo de fonte de investimento.

Este trabalho é composto por cinco capítulos. Sendo o primeiro a introdução, contendo o tema proposto na pesquisa, a delimitação do tema, os objetivos e a justificativa.

No segundo têm-se a revisão bibliográfica da pesquisa, abrangendo revisão de literatura sobre mercado de capitais, governança corporativa e a lei nº 10.303/2001 que modifica aspectos da lei das S/A, a 6.404/1976. No próximo capítulo é apresentada a metodologia empregada na realização da pesquisa.

No capítulo seguinte há discussão dos resultados e a análise dos artigos da lei 10.303/2001 no que refere-se a governança corporativa e a proteção aos acionistas minoritários, bem como a importância das boas práticas de governança corporativa para o bom desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. E no último capítulo apresenta-se a conclusão bem como as recomendações da pesquisa.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Mercado de Capitais

Com o processo de globalização, que resultou em um intenso intercâmbio entre os países, cada vez mais o mercado acionário vem adquirindo uma crescente importância no cenário financeiro internacional.

Seguindo essa tendência mundial, os países em desenvolvimento procuram abrir suas economias para poder receber investimentos externos. Assim, quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo é o seu mercado de capitais.

Por ser um canal fundamental na captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas, gerando novos empregos e contribuindo para o progresso do País, o mercado acionário também se constitui em uma importante opção de investimento para pessoas e instituições.

Outro conceito importante pra entender o mercado acionário é o Sistema Financeiro Nacional.

Conforme cartilha emitida pela Bovespa (2008):

O Sistema Financeiro Nacional é composto de Instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação deste processo. O Conselho Monetário Nacional - CMN, seu organismo maior, presidido pelo ministro da Fazenda, é quem define as diretrizes de atuação do sistema. Diretamente ligados a ele estão o Banco Central do Brasil, que atua como seu órgão executivo, e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão).

A mesma cartilha define o mercado de capitais como:

Um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. São constituídas pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Os principais títulos negociados, no mercado de capitais, são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – *debêntures* conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial-papers* – que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

As bolsas de valores não são instituições financeiras, mas associações civis sem fins lucrativos, constituídas pelas corretoras de valores para fornecer a infraestrutura do mercado de ações.

A ação é um produto do mercado financeiro, e é definida por Fortuna (2007, p.559) como sendo “a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações”. Assaf Neto (2006, p.74), por sua vez define ações de uma forma mais abrangente: “As ações são valores representativos de uma parcela (fração) do capital social de uma sociedade, negociáveis no mercado, e refletem a participação dos acionistas no capital social”.

Uma definição de ações é proposta pela Bovespa (1999, p.8):

As ações são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital da empresa emitente. Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados. O investidor em ações é um co-proprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Ou então a definição dada pela ANCOR – Associação Nacional das corretoras de Valores, Câmbio e Mercadorias, material esse usado para a formação e certificação de Agente Autônomo de Investimentos segundo a Resolução nº 2.838 de 30/05/2001 e Instrução CVM nº 355:

Como um título emitido pela sociedade anônima, representativo do valor da fração em que é dividido o Capital Social e do qual resulta, para o seu titular o direito de participar da vida social da companhia (S.A.). (ANCOR, 2008, p. 34).

Na análise dessas definições, observa-se que todos os autores têm o pensamento voltado para a mesma direção em relação ao que se conceitua como ação, sem grandes divergências. O que todos basicamente falam, ponderando sua forma e estilo de expor o assunto, é que uma ação é a menor fração divisível de uma empresa, sendo utilizada para captar recursos no mercado de capitais; é variável e sua variação depende da atuação da empresa que a lançou no mercado.

As ações classificam-se como ordinárias ou preferências. Essas definições serão apresentadas a seguir.

Ações ordinárias são unidades de que se constitui a sociedade ou o patrimônio de uma sociedade anônima. Os possuidores dessas ações esperam obter retorno na forma de dividendos – distribuição periódica de lucros – ou mediante a ganhos decorrentes da valorização da ação. (GITMAN, 2002, p. 37).

Já o material de formação de Agentes Autônomos de Investimentos da ANCOR (2008, p.35), fala de uma forma simplificada, compreensível e direta que “São ações que dão direito a voto, além de participar no resultados da companhia”. É basicamente o que se constata na perspectiva de Gitman (2002), direito a voto e participação nos resultados.

As ações ordinárias dão direito a voto e participação nas votações em assembléia, no entanto, as ações preferenciais têm características um pouco diferentes, de acordo com ANCOR (2008, p..35): “São ações que, normalmente, apenas participam do resultado da empresa, mas não tem direito a voto. Dependendo do estatuto da companhia podem ter direito a voto em algumas situações e garantia de dividendos mínimos”.

Outra definição de ações preferenciais é proposta por Gitman (2002, p.37):

É uma forma especial de propriedade que tem características duplas, de um título de dívida ou de uma ação ordinária. Para os acionistas há a promessa de pagamento periódico de dividendos fixos, que deverão ser efetuados antes de se realizar qualquer destinação de dividendos aos possuidores de ações ordinárias. Em outras palavras, as ações preferenciais têm preferência sobre as ações ordinárias.

Seguindo a linha de raciocínio dos autores referenciados até aqui, as ações preferenciais dão ao acionista a preferência no recebimento dos dividendos, porém seu portador não tem o direito de votas em assembléia, ou seja, não participa das decisões da empresa, salvo em situações especiais que estejam esclarecidas nos estatutos da empresa.

As ações ordinárias possuem direito a voto em assembléias gerais e as preferenciais, direito de preferência sobre os dividendos a serem distribuídos e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade.

De acordo com Fortuna (1996), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e comportamento da economia do País e específicas da empresa e de seu setor econômico. Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes

econômicos em relação às perspectivas do País, e, por conseqüência, aos destinos das empresas abertas.

A rentabilidade das ações é variável. Parte dela, composta de dividendos ou participação nos resultados e benefícios concedidos pela empresa, advém da posse da ação; outra parte advém do eventual ganho de capital na venda da ação.

A participação nos resultados de uma sociedade é feita sob a forma de distribuição de dividendos em dinheiro, em percentual a ser definido pela empresa, de acordo com os seus resultados referentes ao período correspondente ao direito. Quando uma empresa obtém lucro, em geral é feito um rateio, que destina parte desse lucro para reinvestimentos, parte para reservas e parte para pagamento de dividendos.

Existem três tipos básicos de investidores na bolsa de valores, conforme Fortuna (1996): as pessoas físicas; as pessoas jurídicas e os investidores institucionais. Os investidores institucionais são: fundos mútuos de ações, seguradoras, entidades fechadas e abertas de previdência privada, estando sempre presentes no mercado, pois suas aplicações são compulsórias, de acordo com as normas de composição e diversificação de suas carteiras, baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários-CVM. Tais normas possuem o duplo objetivo de reduzir o risco de seus investimentos e de direcionar recursos para aplicações consideradas prioritárias pelo governo.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo-Bovespa opera desde 1890. Até a década de 1960, era uma entidade oficial corporativa, vinculada à Secretaria de Finanças do governo estadual. Em 1967, a Bolsa passou a ser uma entidade civil sem fins lucrativos. Desde essa mudança, a Bovespa vem marcando sua atuação por iniciativas pioneiras. Em 1972, tornou-se a primeira bolsa de valores do país a ter pregão automatizado, com divulgação de informações on-line e em tempo real. E, no final da década, passou a oferecer operações com opção sobre ações no Brasil.

Em 1999, foram lançados, para atrair e tornar viável a participação de pequenos e médios investidores no mercado de ações, o *Home Broker* e o *After-Market* – uma iniciativa pioneira no mundo, que possibilita a negociação eletrônica à noite.

Desde que foi criada, a Bovespa nunca chamou tanta a atenção de tantas pessoas físicas. De acordo com informativos divulgados pela própria Bovespa (2004), atualmente, quase 30% dos negócios são feitos por esses investidores, que,

somados aos demais grupos que operam no mercado de ações – investidores estrangeiros e institucionais, empresas, instituições financeiras, etc. – fazem da Bovespa o maior centro de negócios da América Latina. Só no ano de 2003, a instituição realizou quase 10 milhões de transações, por intermédio das mais de 100 corretoras de valores que a integram.

Um investidor adquire ações com o objetivo de obter um ganho, uma lucratividade. Esse retorno será proveniente dos direitos e proventos distribuídos aos acionistas pela companhia e da eventual valorização de preço das ações. Desta maneira, quando se tem no mercado empresas que adotem as práticas de governança corporativa, e essas práticas podem agregar valor ao preço das ações, conclui-se que tais práticas estimulam o desenvolvimento do mercado de capitais e aumentam a viabilidade de obtenção de recursos nesse mesmo mercado como alternativa de capitalização.

2.2 Governança Corporativa no Brasil

O ambiente empresarial brasileiro encontra-se em um processo de transição propício ao desenvolvimento do mercado e de suas instituições, como também à incorporação das discussões e experiências mais avançadas sobre governança corporativa ocorrida nos principais mercados mundiais. No Brasil, trata-se ainda de um assunto novo.

Várias mudanças se sucederam nos últimos anos com as empresas brasileiras. De oligopólios, empresas controladas e administradas exclusivamente por núcleos familiares e controle acionário definido e altamente concentrado (com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão), caminha-se para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão. Para o IBGC (2005, p.1) os cenários dessas mudanças foram principalmente:

As privatizações; o movimento internacional de fusões e aquisições; o impacto da globalização; as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital; a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Autores estrangeiros já definiram o conceito de governança corporativa, entre as principais definições citam-se as de:

Shleifer e Vishny (1997, p.27): “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”.

La Porta et al. (2000, p.41): "Governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”.

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

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

A prática da transparência é hoje reconhecida como atributo fundamental, exigência necessária da moderna instituição pública. Seja como prestação de contas à sociedade, seja como manifestação clara de legitimidade, a transparência é a pedra de toque do compromisso democrático. Por contraste, nada mais próprio aos regimes totalitários do que a opacidade de informações, a filtragem de estatísticas.

A companhia de capital aberto é cada vez mais sensível a este imperativo de maior transparência de gestão, expondo-se crescentemente ao modelo da sociedade participativa. Por outro lado, sendo ente privado e tendo como fim a atividade lucrativa, seu status de sociedade anônima impõe matizes próprios à abordagem da questão.

A decisão de comprar ações envolve riscos associados ao desempenho futuro da companhia, principalmente no que diz respeito à sua capacidade de criação e de distribuição equitativa de valor. Ao disponibilizar mais informações, a companhia torna menos imprecisa esta tomada de decisão por parte do potencial comprador de

suas ações. Com um melhor conhecimento do ativo e de suas perspectivas futuras, o investidor poderá fazer uma avaliação mais adequada de seus fundamentos. O preço da ação tenderá a subir, em geral acompanhado de maior liquidez, reduzindo-se potencialmente o custo de capital da companhia.

Melhorar a qualidade da informação disponível também é fundamental para que os investidores possam acompanhar os fundamentos operacionais das companhias, permitindo o monitoramento mais adequado do investimento, a checagem dos processos de criação e distribuição do valor.

Finalmente, um maior conhecimento dos ativos, aumenta potencialmente o espectro de decisões de investimento mais acertadas. E alocar eficientemente a poupança escassa, por sua vez, é requisito necessário para o desenvolvimento econômico.

Portanto, para além dos efeitos microeconômicos conhecidos e desejáveis, agregam-se aqui sólidos elementos de eficiência macroeconômica. Como se pode ler nas regulações específicas da própria Lei Sarbanes-Oxley: Uma maior transparência deve ajudar o mercado a avaliar adequadamente os valores mobiliários o que, por sua vez, produziria uma alocação mais eficiente dos recursos.

Ora, baixar o custo de capital e aumentar a liquidez das ações são metas primeiras num ambiente corporativo saudável.

A governança corporativa é um conjunto de práticas que visa otimizar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes relacionadas, tais como investidores, empregados, credores, clientes, fornecedores, bancos, governos, organizações ambientais, organizações não-governamentais, controladores, entre outros.

As práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade, segundo definição do IBGC. Essas práticas podem conduzir às reduções do custo de capital próprio e do custo de financiamento, o que aumenta o valor da empresa perante o mercado de capitais. A governança não gera valor sozinha, ou seja, ela somente é capaz de gerar valor quando ao lado de uma boa governança houver também, um negócio de boa qualidade, que gera lucros e é bem administrado.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997, p.39):

A governança corporativa surge com vários mecanismos que tentam reduzir os conflitos das empresas no que tange a governança, mecanismos como a proteção de acionistas minoritários, para que eles sejam garantidos de que ao estarem investindo seus recursos em determinada companhia possam obter retorno de seus investimentos e não terem seus direitos expropriados por acionistas majoritários.

Empresas que adotam um sistema de governança que proteja os investidores tendem a ser mais valorizadas pelo mercado, porque os investidores reconhecem que o retorno do capital empregado será usufruído com equidade. Essa situação conduz a uma confiança maior por parte dos investidores, aumentando a procura pelas ações da empresa e acarretando a diminuição do custo de capital. A empresa que opta pelas práticas de governança adota como linhas mestras: transparência (*disclose*), prestação de contas (*accountability*), respeito às leis e equidade no tratamento dos investidores. Essas empresas tendem a obter uma maior credibilidade junto aos investidores do mercado de capitais, oferecendo um nível de risco inferior ao das demais empresas. O risco do investimento é, relacionado com o grau de segurança e proteção oferecidos aos investidores. A premissa básica é que nestes casos o custo de capital tende a ser reduzido, e, portanto, o valor da empresa aumenta.

Nos últimos dez anos, a adoção da governança corporativa ganhou força, tendo nascido e crescido, originalmente, nos Estados Unidos e na Inglaterra e, a seguir, se espalhado por vários países. No Brasil, o movimento de governança corporativa é, relativamente, recente.

Atualmente, a governança corporativa é priorizada por diversas instituições e organismos internacionais. O grupo das nações mais ricas do mundo, o G-7, considera o sistema de governança corporativa como um pilar importante da economia global. A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico-OCDE promove, periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. O Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional - FMI consideram o movimento da governança corporativa como parte da recuperação dos mercados globais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais.

No caso do Brasil, entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de Governança das empresas, destacam-se a reforma na Lei das Sociedades Anônimas, a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo-Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelas instituições financeiras às empresas com maior governança, as novas regras de investimentos por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis, melhor visualização destes aspectos da evolução da governança corporativa na figura 1.

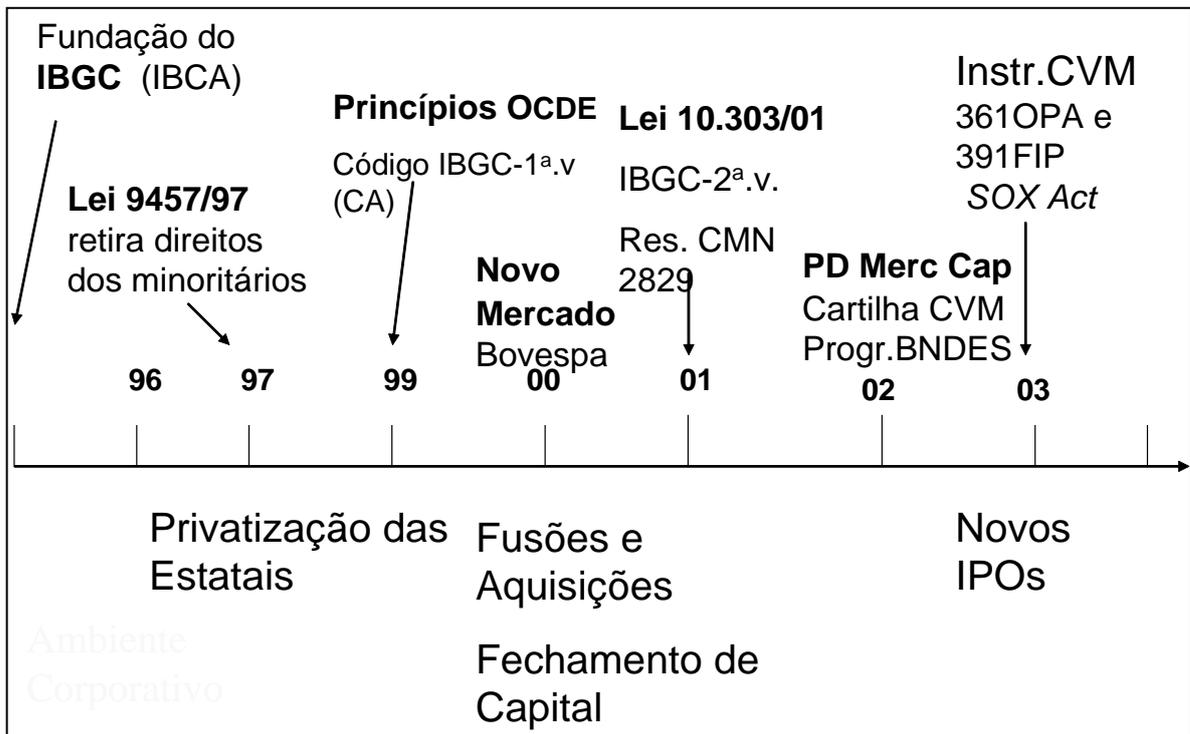


Figura 1- Evolução da governança corporativa no Brasil

A Comissão de Valores Mobiliários-CVM publicou uma Cartilha (2002) contendo recomendações relativas às práticas de governança corporativa. Com isso, ela busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar, significativamente, a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. Existiam em Dez/04 no Brasil, 39 empresas nos níveis de governança corporativa, representando menos de 10% do total de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Foi criado pela Bovespa, o índice IGC-Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, que tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de

empresa que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa. Desde sua criação, em junho de 2001, até dezembro de 2004, o IGC teve uma valorização acumulada de 150%, enquanto o Ibovespa subiu 79%.

Ressalta-se a iniciativa pioneira do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC, uma organização, exclusivamente, dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional.

Percebe-se que os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações das empresas que adotam práticas de governança corporativa.

Nesse mercado repleto de fusões, aquisições, privatizações, concessões e parcerias público-privadas, a avaliação correta da ação de uma empresa passa a ter um destaque especial para o mercado. Ao avaliar uma ação, procura-se alcançar o *valor justo de mercado*, ou seja, aquele valor que representa de modo equilibrado as potencialidades de determinada empresa.

Diante disso, a migração de empresas do mercado tradicional para os níveis de governança constitui uma excelente oportunidade para entender como o mercado de capitais precifica a adoção das melhores práticas de governança pelas empresas brasileiras.

Silveira (2005, p.53) esclarece que o estabelecimento das práticas de governança corporativa no Brasil constitui-se em uma somatória de iniciativas institucionais e governamentais, as quais devem ser creditadas:

- Ao IBGC, criado em 1995 com o objetivo de fomentar a prática de governança nas empresas e que editou o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do país, documento que depois veio a ser revisado em 2002;
- À aprovação da Lei nº. 10.303 de 31 de outubro de 2001 (com vigência a partir de março de 2002), conhecida como a nova lei das S.A.s;
- À criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do novo mercado pela BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo;
- Ao estabelecimento de novas regras pela SPC – Secretaria de Previdência
- Complementar para a definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;

À definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

2.3 Controle e Propriedade e Conflito de Agência

A idéia de governança corporativa é antiga, ainda que tenha se desenvolvido de maneira mais visível a partir da década de 1980, e tem a sua origem nos chamados problemas de agência, que nascem com a diluição do domínio das corporações. A separação entre propriedade e controle entre acionistas e gestores, por sua vez, demandou também novos mecanismos de monitoramento e controle.

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

A caracterização do problema da agência é desenvolvida por Shleifer e Vishny (1997, p.49) da seguinte forma:

O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é que não há como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados de maneira a atender aos seus interesses.

Silva (2002) nota que a maioria dos estudos sobre o impacto da concentração de propriedade e controle é feita em empresas em que o controle e a propriedade são difusos. Porém, poucos são os países cujas empresas se comportam dessa maneira.

A presença de acionistas com alta parcela de propriedade pode ser prejudicial para uma empresa e para suas partes devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas, como sugere Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1999) e Bebchuk et al. (1999). Além disso, a grande concentração de direito sobre fluxo de caixa, nas ações ordinárias, permite, além da condução de interesses próprios dentro da empresa, como a nomeação e destituição da administração, o isolamento da empresa em face das ofertas de aquisição hostil, como sugere Stulz (1988).

A história de vida do acionista minoritário no Brasil não é fácil. Propriedade concentradas em blocos cuidadosa e quase agressivamente fechados, baixa proteção legal, benefícios privados de controle e escassa liquidez. Neste ambiente, exaltar as virtudes do sistema de governança americano é tarefa fácil – dispersão acionária, maior proteção legal, ampla transparência, prevalece o acionista – destacando os benefícios de uma estrutura mais equitativa e democrática. O modelo americano surgiu como referência óbvia e natural, evidência prática de um regime que produz menor custo de capital, maior valor e liquidez e promove maior eficiência econômica.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo inspirou-se no modelo americano, e buscou atrair nova parcela de mercado investidor através da segregação das companhias abertas que mantêm em sua administração aspectos fortes de governança corporativa, este nível de segregação foi denominado como Novo Mercado, os parâmetros para caracterizar as empresas como diferenciadas nos níveis de governança corporativa podem ser visualizados na figura 2.

Nível 1 de GC	Nível 2 de GC	NOVO MERCADO
Diferencial: transparência.	Diferencial: transparência e maior poder aos minoritários.	Diferencial: transparência e poder igual para todos os acionistas.
As empresas devem: <ul style="list-style-type: none"> ✚ Manter 25% das ações em circulação. ✚ Melhorar a divulgação de Informações. 	As empresas devem: <ul style="list-style-type: none"> ✚ Cumprir todas as exigências do nível 1. ✚ Em caso de venda da empresa, pagar 100% do preço para quem tem ações ordinárias e 70% para quem têm preferenciais. ✚ Em caso de fechamento de capital, recomprar todas as ações pelo valor econômico. ✚ Resolver conflitos por meio de câmaras de arbitragem. 	As empresas devem: <ul style="list-style-type: none"> ✚ Cumprir todas as exigências dos níveis 1 e 2. ✚ Emitir somente ações ordinárias ✚ Em caso de venda da empresa, pagar o mesmo preço a todos os acionistas.

Figura 2 - Níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA

No início visto com certa desconfiança, mas hoje em dia tornou-se sucesso de público. As novas companhias geridas sob regras mais justas e, algumas delas, inseridas em um modelo de controle disperso. Antes esse cenário era apenas uma aspiração dos investidores a um modelo semelhante ao americano, contudo ele começa a tornar-se realidade. O momento é oportuno, essa nova visão é

beneficiada pela discussão atual que vem reunindo esforços de autoridades do mercado de capitais e academias do mundo inteiro.

Ponto relevante é se um sistema de governança corporativa dá vantagens competitivas à empresa em relação às demais.

Quando as companhias competem num mercado de produtos e serviços globalizados, os regimes de governança que influenciam a forma como estas são geridas e capitalizadas podem sugerir algum diferencial competitivo importante.

Completando a idéia, Silveira (2002) revela que o mercado de capitais brasileiro não é tão desenvolvido quanto o mercado norte-americano, no Brasil a propriedade acionária ainda é inquestionavelmente concentrada e há baixa proteção aos acionistas minoritários.

Baixar o custo de capital e aumentar a liquidez das ações são metas importantes num ambiente corporativo saudável. E são também assertivas básicas da governança corporativa.

O motivo pelo qual as empresas não tomam uma atitude de maneira a criar uma solução frente a este problema, melhorando seus níveis de governança até um nível de governança razoável é porque simplesmente algumas não tem a intenção de fazê-lo.

Seus acionistas controladores estão confortáveis com os benefícios privados advindos da situação de monopolistas da informação corporativa. Em seus cálculos econômicos, operar a informação em benefício próprio é mais vantajoso do que perseguir a redução do custo de capital para a companhia.

Em segundo lugar, e mais importante, porque a informação não é um bem livre. Existem custos envolvidos nesta atividade, como: i) Custos de produção advindos da coleta, processamento, comunicação, auditoria e publicação das informações fornecidas; ii) Custos de litígios relacionados à maior probabilidade de ações judiciais contra a companhia e seus administradores, a partir da maior exposição das metas corporativas anunciadas; iii) Custos proprietários, devidos à utilização das informações em prejuízo da companhia por concorrentes, governos, sindicatos, fornecedores ou clientes.

A experiência ensina que os custos marginais de produção na verdade são baixos, pois as informações provavelmente já fazem parte dos relatórios gerenciais dos administradores, faltando apenas torná-las públicas. Aparentemente, os custos de litígios são também reduzidos. Por outro lado, os custos proprietários podem

eventualmente ser relevantes, fazendo da parcimônia na divulgação de determinadas informações atitude administrativa prudente e conveniente para todos os sócios da companhia. Não obstante, é bom lembrar que o pleito por maior transparência não significa absolutamente uma exigência de divulgação das fórmulas químicas dos produtos, nem uma descrição minuciosa dos processos produtivos, nem tampouco um dossiê da estratégia comercial ou a dissecação do planejamento estratégico da companhia. A demanda por transparência consiste fundamentalmente num compromisso das empresas de apresentarem um conjunto de informações adequadas, oportunas e relevantes que permitam aos investidores realizar um diagnóstico confiável da real situação da empresa e do seu negócio.

Portanto, ao lado dos efeitos positivos de redução do custo de capital e aumento da liquidez das ações e do bem público associado à maior eficiência dos investimentos, concorrem outros elementos na decisão privada do empresário sobre o volume de informações a ser revelado ao público, fazendo com que sua equação de trade off não seja trivial. Seria o caso de se procurar instrumentos que ajudem a catalisar esta decisão na direção socialmente mais desejável. Que instrumentos poderiam ser estes? Como estimular as companhias a percorrerem um caminho de maior transparência? Existem duas possibilidades: governança e regulação.

Vale ressaltar que a oferta de informação depende da demanda pela mesma. Dessa maneira o fator primordial para o aumento no nível de transparência das empresas é a presença de um mercado curioso.

Consumidores e acionistas que valorizem a informação. E que estejam dispostos a pagar um preço por esta informação. Assim, aumentando a demanda por informações a oferta de informações também aumentará. Esta é a realidade americana, mas ainda não é realidade no Brasil.

A razão principal para explicar esta diferença está na estrutura de propriedade e de governo das companhias. No mercado americano, regido pelo modelo *shareholder*, onde a participação no capital é difusa e dispersa e os órgãos de administração são independentes, os acionistas não têm acesso às informações corporativas, a não ser através do canal oficial da Diretoria de Relações com Investidores. Um grande número de acionistas, cada um isolado é pouco representativo no capital das companhias, busca o acesso às informações públicas.

Nos mercados onde há modelo *stakeholder*, como o brasileiro, a propriedade é concentrada e os órgãos de administração são eleitos por representantes de

grandes acionistas. As informações gerenciais giram em torno de canais privados de comunicação. Esta estrutura acaba por transformar os acionistas minoritários em *outsiders*, ou seja, membros de fora da companhia que eles mesmo tem capital investido.

Os administradores poderiam dar maior importância às práticas de transparência como critério de alocação de recursos, lembrando que as companhias devem perseguir um diálogo honesto, aberto e contínuo com todos os seus acionistas. Na verdade, a relação entre governança e transparência é mútua, uma alimenta a outra. De acordo com a Bovespa companhias com melhores padrões de governança apresentam maior transparência, o que, por sua vez, estimula melhores práticas corporativas, porque aumenta a exposição e o compromisso dos administradores. No mercado americano, a exigência de maior transparência é instrumento eficaz de redução dos custos de agência, permitindo aos investidores pouco representativos do capital social maximizar o monitoramento e a participação sobre a administração, ou seja, o acionista com menos parcela do capital consegue visualizar os passos da administração, do controle de sua propriedade. É neste sentido que a adesão das companhias aos níveis diferenciados de governança corporativa propostos pela Bovespa requer melhorias nos padrões de divulgação de informações.

Resumindo, a plena divulgação de informações é ferramenta de monitoramento dos investidores e termômetro do comprometimento de empresários e executivos. Um outro caminho para se reduzir a distância de informações no mercado seriam os estímulos de regulamentação. O ponto básico é que o investidor bem informado estará adequadamente protegido.

Regular a política de apresentação de informações das companhias é sempre sinônimo de procurar assegurar a confiança do investidor e a integridade do mercado de capitais. O mercado americano mais uma vez é exemplo.

Em 2002, logo após os escândalos corporativos americanos, a reação regulatória dá-se pela aprovação da Lei *Sarbanes-Oxley*, cujas provisões foram materializadas em diversas regras complementares já aprovadas.

Como os escândalos recentes envolveram desvios éticos de omissão e manipulação de informações pelas companhias com o aval dos auditores, a Lei *Sarbanes-Oxley* sancionada pelo presidente dos Estados Unidos em julho de 2002, surgiu como uma resposta aos escândalos contábeis das companhias Enron e

WorldCom, ocorridos nos EUA em 2001, e que expuseram as falhas e fraquezas de controles internos destas, que impediram garantir a veracidade das informações financeiras divulgadas aos acionistas e demais interessados.

A iniciativa teve como incentivo a tentativa de recuperar a confiança dos acionistas e dos investidores em geral no mercado de capitais americano, estabelecendo uma regulamentação rígida para as empresas norte-americanas e também as estrangeiras com ações nas bolsas de valores nos Estados Unidos.

A lei *Sarbanes-Oxley* penaliza com maior rigor os responsáveis pela preparação de demonstrações financeiras fraudulentas e impede que um diretor - presidente ou diretor financeiro se defendam das acusações de fraude alegando o desconhecimento dos registros contábeis apresentados nas Demonstrações Financeiras da Sociedade.

A preocupação principal dos órgãos reguladores tem sido buscar proteção dos investidores sem comprometer a competitividade das companhias. Dado o patamar relativamente conservador de informações exigidas em nosso mercado, parece haver ainda razoável espaço para um incentivo regulatório neste sentido, sem representar maiores riscos para as companhias.

A transparência é um processo de comunicação. E como tal, deve observar os fundamentos desta disciplina. Do ponto de vista da comunicação corporativa, pesquisas empíricas mostram que muitas vezes os receptores (investidores, analistas) decepcionam-se com os padrões de qualidade da mensagem oferecida e, da outra parte, emissores (empresários, administradores) frustram-se com a resposta percebida pelos seus esforços. O desafio de calibrar adequadamente o conteúdo informativo da política de transparência das empresas é uma agenda prática relevante para qualquer mercado.

A *pricewaterhousecoopers* desenvolveu um modelo interessante para ajudar as companhias a melhorar sua comunicação corporativa. Segundo este roteiro, o conteúdo das informações deve abranger quatro grandes blocos:

- i) Visão do mercado: Descrição do ambiente econômico, competitivo e regulatório incluindo não apenas o retrato do cenário atual, mas fundamentalmente a expectativa da administração. O objetivo é permitir que se possa inferir se a administração está otimista ou pessimista, a partir da leitura de sua percepção quanto à dinâmica da indústria e à posição competitiva da companhia neste ambiente.
- ii) Estratégia do Valor: Explicação clara da estratégia da companhia para criar valor sustentadamente no longo prazo para os acionistas. A idéia aqui

é apresentar os objetivos e metas para criação de valor, a estratégia de gestão de riscos e o desenho organizacional da companhia compatível com as metas estratégicas anunciadas.

Imprescindível a presença da exposição das estruturas de alinhamento de interesses entre os acionistas, como por exemplo, o sistema de incentivos dos executivos atrelado à performance.

iii) Administração do Valor: Análise dos indicadores financeiros utilizados para monitorar o risco de performance financeira e a criação de valor dos diversos negócios. Neste capítulo, deve-se fazer compreender como a administração financeira está associada à estratégia de valor. Parâmetros como custo de capital próprio, retorno sobre o capital investido, valor econômico adicionado, deveriam estar presentes na análise, bem como uma segmentação detalhada dos resultados e riscos associados a cada unidade de negócios.

iv) Plataforma do Valor: Relato das ações da administração para executar a estratégia de criação de valor. Aqui, deve-se apresentar as informações sobre vetores críticos determinantes do valor futuro da companhia, como por exemplo, inovação, desenvolvimento das marcas, relacionamento com consumidores, cadeia de fornecimento, cultura de pessoal e reputação corporativa. Dynamo Administração de Recursos Ltda (2005 apud PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2003, p.5).

Idealmente, os investidores deveriam poder tomar decisões de investimento a partir da mesma base de informações gerenciais que ampara as decisões dos administradores.

A idéia básica é a de permitir que os investidores possam identificar os objetivos corporativos, compreender as estratégias de criação de valor e avaliar oportunamente as ações dos administradores neste percurso.

Este seria um roteiro de referência.

Está claro que o conteúdo informativo do material de comunicação deve respeitar as nuances dos setores e as particularidades das companhias sendo papel da área de relações com investidores encontrar seu formato ideal. Leitores atentos dos relatórios financeiros, indica que determinadas ausências . algumas costumeiras são consideradas lacunas sensíveis, comprometendo a melhor avaliação das empresas, como por exemplo: demonstração do fluxo de caixa, demonstrações de resultados trimestrais consolidadas, análise das vantagens comparativas e da estratégia competitiva, explicação dos critérios para provisões, balanços social e ambiental, performance segmentada por unidade de negócios, exposição dos parâmetros de avaliação e remuneração dos executivos, análise minuciosa dos efeitos não recorrentes, descrição detalhada da natureza e dos termos das transações entre partes relacionadas.

O relatório anual da AmBev, recentemente divulgado, é um bom exemplo de comunicação para uma companhia aberta.

Elementos importantes dos quatro blocos acima descritos encontram-se lá: Descrição da estratégia de crescimento e de criação de valor, identificação das metas corporativas, *insights* sobre as decisões práticas para atingi-las, segmentação das unidades de negócios, análise pertinente dos indicadores de resultados, explicação dos resultados não recorrentes, apresentação da cultura corporativa, exposição dos sistemas de mensuração de performance, descrição dos critérios para distribuição dos resultados.

É interessante observar que para cada meta corporativa (crescimento de receita), identifica-se a oportunidade, apresentando a tática visualizada pela companhia para atingi-la (associar cerveja às refeições) e como levá-la à prática (trabalho conjunto com empresas de fast food). A mensagem aos acionistas apresenta uma descrição detalhada da estratégia corporativa de longo prazo: aproveitar as oportunidades de melhorias na cadeia de valor da indústria, aumentar a eficiência da rede de distribuição, rentabilizar o negócio de refrigerantes através das práticas bem sucedidas no segmento de cerveja, capturar obsessivamente as oportunidades de redução de custo, enfim, todos na Ambev estão focados em atingir resultados sustentáveis de longo prazo.

Para a precificação adequada de uma ação, concorrem inúmeros fatores; a transparência corporativa é um deles. Não é à toa que a AmBev vem sendo negociada consistentemente com um prêmio sobre as demais empresas em nosso mercado. Seguindo este exemplo, parece-nos recomendável que companhias preocupadas em reduzir seus custos de capital se proponham a percorrer o caminho da transparência.

Diante da concentração de propriedade acionária e baixa proteção aos acionistas minoritários, característica do Brasil, La Porta, Shleifer e Lopez-de-Sinanes (1999) esclarecem que em países com menor proteção legal aos investidores a concentração de propriedade acaba sendo uma forma de afiançar o retorno dos investimentos. Uma questão de causa e consequência.

No caso do Brasil, sabe-se que há alta concentração de capital e uma pequena regulamentação para segurança dos acionistas minoritários, conforme Setúbal Junior (2002). O autor afirma também que a Lei das sociedades por ações consolidou o desinteresse dos investidores, pois o controlador receberia mais em detrimento dos outros investidores e até dos administradores. Um exemplo é o que afirma Silva (2002) ao dizer que, com a Lei 6.404, as empresas podiam emitir ações

dos tipos preferências em até 2/3 do capital total, o que dizer que os acionistas controlavam a empresa com apenas 1/6 do capital total.

Da mesma forma, Silveira (2002) alerta que uma forte concentração de ações ordinárias é característica das empresas brasileiras, e que cerca de 88% das ações ordinárias das empresas estão nas mãos dos controladores. Afirma ainda que essa alta concentração de posse de ações (*free float*) e da tomada de decisão (controle) juntamente com a falta de proteção legal aos acionistas justifica um conflito existente entre acionistas majoritários e minoritários. Assim, em países onde a legislação não protege os direitos dos acionistas minoritários que aplicam seus recursos em ações de empresas, há a necessidade de se ter acionistas com controle efetivo da companhia de forma a ter um alinhamento dos direitos sobre fluxo de caixa e controle.

Assim sendo, Silveira et al. (2004) salientam que a existência de acionistas controladores nas empresas possui implicações positivas para a empresa, ou o denominado “efeito-incentivo”. Isso significa que o acionista controlador possui muitos recursos investidos na empresa, o que incentiva obter melhores informações, fiscalizar ou monitorar os gestores e que maior será seu desempenho na maximização do valor da companhia. Por outro lado Shleifer e Vishny (1997) destacam que, para conseguir captar recursos, as empresas devem oferecer certo poder aos investidores, sendo que a proteção legal contra expropriação de seus direitos é uma forma. Assim, quando maior a proteção legal aos seus direitos, mais investidores são atraídos a canalizar poupanças para ações de empresas. Na falta de um sistema legal que proteja investidores, as companhias acabam optando por uma concentração de propriedade e de controle pra incentivá-los, uma vez que eles passam a deter o controle total sobre as decisões que serão tomadas na empresa. Os mesmos enfatizam que o equilíbrio entre uma proteção legal e certa concentração de propriedade pose ser um passo para um melhor sistema de governança corporativa.

2.4 Inovações da Lei nº 10.303/2001

A Reforma da Lei das S.A. (Lei 6.404/76), na edição da Lei Federal 10.303/01, teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-o mais transparência e credibilidade. Na concepção dos autores do

projeto aprovado, um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente, democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente, os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos.

Conforme Carvalho (2002):

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou com um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas.

Gorga (2004) destaca que o entendimento do processo legislativo auxilia na explicação do conteúdo do novo aparato legal. O processo legislativo, na realidade, concebeu a reforma com mudanças significativas na proposta originalmente encaminhada, sendo que tais mudanças foram caracterizadas pelo autor da seguinte forma:

A proteção aos acionistas minoritários fracassou na medida em que as associações de controladores exerceram pressão para a modificação de vários artigos, bem como a introdução de outros específicos para zelar por seus interesses, refletindo que em relação à reforma originalmente encaminhada, os acionistas minoritários perderam em temas muito importantes, e ganharam também alguns de forma específica, por meio da Lei 10.303/2001 promulgada definitivamente em 31 de outubro de 2001.

Dentre os aspectos que podem ser considerados apropriados para a proteção aos acionistas minoritários, evidencia-se a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidos por meio de câmaras de arbitragem. Destaca-se também o aumento do poder individual dos membros do conselho fiscal quanto à norma que obriga os administradores a revelar quaisquer mudanças na propriedade da empresa à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, bem como às bolsas de valores onde as ações da companhia são negociadas.

Elencam-se também os aspectos pontuais determinados por De Paula (2003): Inovações quanto à proteção dos acionistas, destacando-se que no caso de transferência de controle das empresas, o novo controlador será obrigado a adquirir as ações ordinárias dos acionistas minoritários por uma margem de 80%, no mínimo, do preço pago aos acionistas majoritários (tag along);

Determinação para que os papéis sem direito a voto tenham vantagem em relação às ações ordinárias, consubstanciados sob forma de três opções possíveis: a) dividendos mínimos de 3% do valor patrimonial; b) dividendos 10% maiores que os pagos para as ações ordinárias; e c) prêmio na troca de controle (*tag along*);

Proteção contra retirada de liquidez das ações, conhecida como “fechamento branco”, possibilitando que se 10% dos acionistas minoritários sentirem-se prejudicados pelas condições de fechamento, é possível a convocação de uma assembléia e a solicitação de uma nova avaliação;

Reforço no papel independente da Comissão de Valores Mobiliários, esperando-se que a autarquia possa talvez atuar de forma mais enfática no intuito de coibição de práticas como a utilização de informações privilegiadas e manipulação nas Bolsas de Valores, chamadas de *insider trading*. Evidencia-se porém que o poder coercitivo da CVM é limitado, visto que para fazer valer suas determinações ela depende exclusivamente do poder judiciário, além de não ter a prerrogativa de reverter quaisquer decisões estipuladas nas Assembléias dos Acionistas.

Apesar de todos os aspectos listados acima, faz-se necessário destacar o trabalho recente de Gorga (2004) em relação a ambigüidade do texto legal. Para isso, a estudiosa valeu-se da enumeração de pontos críticos de falha em basicamente quatro elementos contidos na Lei 10.303/2001 que, segundo suas reflexões, merecem destaque como dispositivos legais que efetivamente não cumpriram com o papel de proteção aos acionistas minoritários, quais sejam: a) a questão das ações preferenciais; b) a questão da representação de acionistas minoritários no conselho de administração; c) a questão dos direitos na alienação de controle.

Todos esses elementos pontuados serão mais analiticamente expressados, objetivando assim estruturar a avaliação da reforma societária como elemento de políticas públicas determinantes das práticas de governança estabelecidas no Brasil.

2.4.1 As ações preferenciais na Lei 10.303/2001

A atual abrangência do texto legal, referente à emissão das ações preferências fundamenta-se na análise de duas variáveis específicas, quais sejam o limite de emissão de ações e o direito a dividendos.

Verifica-se que o requerimento de que cada ação tenha algum direito é considerado regra primordial para a proteção adequada aos acionistas. Tal afirmação é extensamente preconizada em estudos produzidos por Grossman e Hart (1987), Gordon (1988) e La Porta et al. (1998) que determinaram uma relação direta entre o investimento econômico e o poder de decisão sobre o mesmo, que tende a contribuir com o aumento do valor da companhia. Nesse sentido, presume-se que quaisquer formas de organização acionária que sejam diferentes da regra uma-ação-um voto contribuem no sentido de maximizar os custos de agência, tornando os investidores vulneráveis ao apetite de expropriação por parte dos acionistas controladores.

Com base nesses pressupostos, evidencia-se um paradoxo em termos de proteção aos acionistas no Brasil, visto que as sociedades anônimas brasileiras não estão sujeitas à regra uma-ação-um voto, ou seja, tem-se a possibilidade de se emitir ações preferências, sem direito a voto, dividindo o investimento financeiro do direito de tomada de decisão na empresa. Como contrapartida pela impossibilidade de opinar em questões essenciais de controle das companhias, criou-se o dispositivo legal que assegura aos detentores das ações preferências certas vantagens no recebimento de dividendos. Assaf Neto (2003) destaca essas ações preferências da seguinte forma: “a) prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias; e b) prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa.” Complementarmente a este destaque, Santos e Schmidt (2002) enumeram que as ações preferências também podem dar direito ao dividendo mínimo e ao dividendo fixo, conforme classificação determinada nos estatutos sociais das companhias.

A reforma na legislação societária promovida pela Lei 10.303/2001 diminuiu o número permitido para emissão de ações preferenciais em caso de oferta pública de ações. Anteriormente à mudança, as empresas podiam emitir até dois terços de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas. Agora, segundo o artigo 15, parágrafo 2º do instrumento legal, o limite de emissão de ações preferências caiu para meio, fazendo com que se amplie a possibilidade de reduzir a distância entre o investimento financeiro e o direito a voto.

Apesar disso, essa possibilidade de benefícios ficou um tanto quanto prejudicada, em face do disposto no parágrafo 1º do artigo 8 da referida lei, que manteve para as companhias abertas existentes a manutenção da proporção de

dois terços de ações preferências em relação ao total de ações emitidas, inclusive referente à novas emissões.

Com isso, as companhias que ainda não possuíam dois terços de ações preferenciais na formação de seu capital social, continuam podendo atingir esse limite em futuras emissões, possibilitando o distanciamento entre investimento e poder de decisão. Esse resultado da reforma fundamenta-se na captura da legislação em benefício próprio por parte dos controladores, em face do argumento de terem o chamado direito legal adquirido, já que a Lei 6.404/76 dispunha favoravelmente sobre o percentual especificado. Assim sendo, as regras efetivamente não mudaram para as companhias já abertas constituídas, fazendo com que o novo limite de 50% seja aplicado somente às novas companhias abertas ou às companhias fechadas que vierem a abrir seu capital.

Interessante se faz citar Gorga (2004), onde se interpõe que os direitos dos acionistas minoritários foram praticamente eliminados por conta da Lei nº 9.457/1997, fazendo com que o argumento de direito legal adquirido simplesmente fosse esquecido, visto que o próprio ente público foi favorecido nos processos de privatização.

Em relação aos processos de privatização, a autora questiona se as regras servem realmente de forma homogênea para todos, ou são concebidas para o atendimento de interesses de grupos particulares ou, de forma ainda mais específica, para o atendimento do próprio governo, quando o mesmo efetivamente sentir-se prejudicado de alguma forma. Em relação ao ano de 1997, a autora aponta que os acionistas minoritários na verdade, não tiveram seus direitos adquiridos preservados, o que de certa forma é conflitante com o argumento usado na reforma da Lei 6.404/76.

Como forma de minimizar os reflexos de perda do direito a voto, os detentores de ações preferenciais, por meio da Lei nº 10.303/2001, foram contemplados no artigo 17, parágrafo 1º com algumas vantagens em relação às ações ordinárias: a) manutenção da antiga garantia de dividendos pelo menos 10% superior ao pago pelas ações ordinárias; b) garantia de ter uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício, correspondente a no mínimo 3% do valor patrimonial da ação; c) direito de receber tratamento igualitário em relação aos acionistas ordinários, em caso de alienação de controle (*tag along*).

Existência da hipótese de que a maioria das companhias prefira manter a sistemática já prevista anteriormente na Lei nº 6.404/76, ou seja, de se fixar o pagamento do dividendo em 10% superior ao das ações ordinárias, ou seja, com reflexo praticamente nulo para efeito de reforma societária;

A opção de remuneração de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício calculado na forma prevista deverá estar assegurada primeiramente pela manutenção de um alto patrimônio líquido por parte da companhia, fazendo com que se volte à hipótese mais provável, ou seja, a de assegurar apenas 10% a maior em relação às ações ordinárias, já previstas no instrumento legal anterior;

Os benefícios permitidos pelo *tag along*, ou seja, o direito dos preferencialistas receberem no mínimo 80% do preço pago pelas ações ordinárias em caso de alienação do bloco de controle, apresentaram-se vantajosos para os acionistas minoritários.

2.4.2 A representação de acionistas minoritários no conselho de acionistas

Aponta-se que o mecanismo de voto múltiplo para os acionistas minoritários que detivesse 10% do capital votante da companhia já era previsto no instrumento legal anterior à reforma. A Lei nº 10.303/2001, objetivando aumentar os direitos dos acionistas preferencialistas e ordinários minoritários em relação à possibilidade de elegerem representantes no conselho de administração das companhias, deu nova redação ao parágrafo 4º do artigo 141 da Lei 6.404/76. Assim, esses acionistas terão direito de eleger um membro do conselho de administração, por meio de uma eleição a parte da assembléia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição. Esclarece-se que esse direito está atrelado àqueles acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferências que representem pelo menos 10% do capital total.

Conforme evidenciado por Gorga (2004, p. 313.):

A medida representa um avanço, pois permite aos acionistas e minoritários, detentores de ações votantes, a indicação de um representante para monitorar e participar efetivamente da gestão da sociedade, fazendo com que esses grupos tenham acesso a informações acerca da condução dos negócios.

Apesar desse avanço, destacam-se as possíveis ações dos grupos de controladores no sentido de se protegerem dessa possibilidade, mesmo sendo remota, dos acionistas minoritários controlarem o conselho de administração. Tal aspecto foi permitido pelo parágrafo 7º do artigo 141, visto que existe a possibilidade dos acionistas minoritários serem efetivamente barrados por meio de aumento de representantes do acionista controlador no conselho de administração, ou seja, a aplicação do parágrafo pressupõe que o acionista controlador terá sempre o direito de eleger o mesmo número de conselheiros apontados pelos acionistas minoritários, com isso mais um representante eleito de forma obrigatória pelos controladores.

Necessário se faz também destacar as observações elencadas por Dutra e Saito (2002), onde os mesmos demonstram que nas principais companhias abertas brasileiras, o conselho de administração é fortemente dominado por pessoas ligadas ao grupo controlador da companhia, havendo, portanto, baixa participação dos chamados “conselheiros independentes”. Tais profissionais, teoricamente, realizariam um trabalho mais efetivo na fiscalização da atividade dos executivos nas empresas. Esses mesmos autores também observaram o comportamento dos acionistas minoritários que utilizam voto múltiplo, sendo o mesmo um mecanismo que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no conselho, em face da utilização de sistemáticas diferenciadas de votação. Em sua pesquisa, os autores não encontraram evidências de que os mesmos valem-se desse instrumento, apontando que os minoritários no Brasil não são ativistas e procuram vender suas ações quando contrariados em seus interesses. Leal e Saito (2003) sugerem que essas constatações existentes antes da reforma legal deveriam ser novamente estudadas, com vista a se obter novas conclusões acerca de como está o comportamento dos acionistas minoritários a partir das mudanças introduzidas com o novo aparato legal, ou seja, eles apontam um caminho intenso para estudos acerca desse sustentáculo das políticas públicas no país, que diretamente influenciam na condução dos processos de governança nas companhias.

2.4.3 Os direitos na alienação de controle

De acordo com Bovespa:

Tag along é um mecanismo aplicável em casos de venda de controle. Significa o direito de todos os acionistas venderem suas ações ao comprador do controle, em conjunto com o vendedor do controle. Pelo Regulamento do Novo Mercado, os demais acionistas têm o direito de vender as suas ações nas mesmas condições que o acionista controlador vendedor.

Em relação aos direitos na alienação de controle, destacam-se na literatura internacional os estudos preconizados por Dick e Zingales (2002), Nenova (2001) para demonstrar que os benefícios provados de controle no Brasil são elevados o suficiente para imporem uma barreira ao bom funcionamento dos mercados. Para Gorga (2004), o direito ao *tag along* funciona como um dos elementos necessários no contexto da governança corporativa nacional, visto que objetiva basicamente minimizar os reflexos dos altos benefícios provados de controle e relação ao posicionamento dos acionistas minoritários nos processos de alienação.

A reforma materializada na Lei 10.303/2001, mediante a interposição do artigo 254-A, estabelece que a transferência direta ou indireta de controle de uma companhia somente poderá ser efetuada com a condição de que o comprador aceite conduzir uma oferta pública para adquirir as ações votantes detidas pelos acionistas remanescentes do processo. O valor do *tag along* deverá ser, de, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações votantes que constituem o bloco de controle.

Ressalta-se também que, antes do aparato legal especificado na Lei 9.457/97, a Lei 6.404/76 exigia que a oferta obrigatória oferecesse *tag along* de 100% do valor pago pelas ações votantes do bloco de controle. Na realidade, em relação à proteção aos acionistas minoritários, o novo aparato legal (já definido nesse trabalho como política pública que reflete os padrões de governança corporativa) basicamente beneficiou de forma direta os acionistas controladores, de modo a permitir uma maior expropriação por conta dos benefícios provados de controle.

Gorga (2004, p.315) infere que vários estudiosos têm questionado a vantagem da imposição do *tag along* pela reforma na legislação societária. Porém a autora é incisiva em relação aos benefícios deste mecanismo:

A reforma legal deveria, portanto, ter estabelecido *tag along* de 100%, por *tag along* de 80% ainda permite a possibilidade de considerável expropriação, incentivando os benefícios privados de controle a permanecer num patamar alto não desejável.

Acionistas minoritários devem ser protegidos na alienação de controle quando os benefícios privados de controle são muito altos a fim de que sejam impedidas vendas ineficientes do controle societário. Embora *tag along* possa impedir vendas eficientes de controle em alguns casos, os direitos de *tag along* são necessários no em relação a governança corporativa. Benefícios privados de controle, os chamados prêmios de controle, são extremamente altos no Brasil. Nesse caso, quando não existem direito a *tag along*, compradores potenciais terão fortes incentivos para adquirir o controle e expropriar os acionistas minoritários.

3 METODOLOGIA

O trabalho científico, propriamente dito, é avaliado, segundo Demo (2000) pela qualidade política e formal. Qualidade política refere-se fundamentalmente aos conteúdos, aos fins e à substância do trabalho científico. Qualidade formal diz respeito aos meios e formas usados na produção do trabalho. Refere-se ao domínio de técnicas de coleta e interpretação de dados, manipulação de fontes de informação, conhecimento demonstrado na apresentação do referencial teórico e apresentação escrita ou oral em conformidade com os ritos acadêmicos.

Para Santos (2002, p. 17,) “pesquisar é o exercício intencional da atividade intelectual, visando melhorar as condições práticas de existência”. O autor assinala que é devido à necessidade humana de conhecer que a história avança.

Conforme Andrade (2001, p.45), “Pesquisa científica é um conjunto de procedimentos sistemáticos, baseados no raciocínio lógico, que tem por objetivo encontrar soluções para os problemas propostos mediante o emprego de métodos científicos”.

Cervo e Bervian (apud BEUREN, 2003, p. 86) definem a pesquisa bibliográfica “como a que explica um problema a partir de referenciais teóricos publicados em documentos”.

O presente trabalho caracteriza-se como uma pesquisa bibliográfica, que não implica imediata intervenção na realidade, mas nem por isso deixa de ser importante, pois seu papel é decisivo na criação de condições para a intervenção.

A pesquisa bibliográfica desenvolve-se fundamentada em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos; estudos exploratórios, pesquisas sobre ideologias, análise de diversas posições, acerca de um problema.

O trabalho foi norteado pela pesquisa bibliográfica e documental, do tipo qualitativa, levantando o conhecimento disponível na área, identificando as teorias produzidas bem como analisando sua contribuição para a melhor compreensão do problema da pesquisa.

Em relação à pesquisa documental, Gil (1999, p. 42) define “que é quando elaborada a partir de materiais que não receberam tratamento analítico.”

Em relação abordagem do problema, de acordo com Gil (1991, p.39)

A pesquisa qualitativa considera que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, isto é, um vínculo indissociável entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito que não pode ser traduzido em números. A interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados são básicas no processo de pesquisa qualitativa. Não requer o uso de métodos e técnicas estatísticas. O ambiente natural é a fonte direta para coleta de dados e o pesquisador é o instrumento-chave. É descritiva. Os pesquisadores tendem a analisar seus dados indutivamente. O processo e seu significado são os focos principais de abordagem.

Foi utilizada análise interpretativa do material coletado, como livros, artigos, trabalhos acadêmicos, manuais, guias e dicionários. Focando basicamente em interpretar as idéias do autor e tomar posição pessoal frente às teorias expostas.

4 DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

Após mais de dois anos de idas e vindas, incluindo cerca de 30 dias de suspense ao final do processo para a sanção presidencial, a Lei nº 10.303/2001 que altera a redação de alguns artigos da Lei das Sociedades Anônimas foi finalmente aprovada em 31 de outubro de 2001.

Esta modificação é um assunto tão relevante para as perspectivas de um investidor de longo prazo no Brasil, que justifica uma análise detalhada de suas conseqüências práticas.

Apesar de se estar familiarizado com questões envolvendo leis societárias tanto aqui como em mercados mais desenvolvidos, não se tem a formação específica para analisar os aspectos puramente jurídicos desta nova lei. Além disso, os comentários não cobrem todas as alterações, mas somente aquelas que acredita-se ter maior impacto sobre a posição de investidores.

A lei 10.303/01 possui oito artigos. O artigo 1º contém apenas uma introdução. O artigo 2º contém a nova redação de cerca de 40 artigos da lei 6.404/76 (a lei das S/A). O artigo 3º acrescenta quatro novos artigos à mesma lei, incluindo a volta do direito de *tag along* para ações ordinárias. Os artigos 4º e 5º, originalmente, estavam voltados para as alterações da lei 6.385/76, que regula a atuação da CVM, mas foram integralmente vetados. Os demais três artigos tratam dos procedimentos operacionais para a aplicação da nova lei (inclusive a data em que ela passa a vigorar, 01 de março de 2002).

4.1 Grandes Avanços

4.1.1 Tag Along (artigo 254-A)

A volta do direito de *tag along* (artigo 254-A) e as alterações nas regras de fechamento de capital (artigos 4º e 4ºA) são as duas modificações que mais contribuem para um melhor alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários, o problema central de governança das companhias abertas no Brasil.

O direito de *tag along* para as ações ordinárias estava previsto na lei desde o seu nascimento embora seus autores tenham sido contra, pois, segundo eles, a

diferença entre as ações de controle e as minoritárias em geral é relativamente pequena, pois, a não ser quando o controle é exercido, abusivamente, em benefício do controlador, não assegura vantagens patrimoniais que justifiquem a atribuição de valor muito maior às ações de controle. Todavia, a realidade das operações de troca de controle no Brasil após a retirada do direito de *tag along* em 1997, se encarregou de refutar inequivocamente este argumento. Nada desequilibra mais a relação entre acionistas do que a possibilidade do controlador valorizar o seu prêmio de controle via depreciação das demais ações de sua companhia.

Sem dúvida, pode-se lamentar no *tag along* o desconto de 20% em relação às ações de controle, que não existia na versão original da lei. Mas, diante dos prêmios exorbitantes que existiam nos últimos anos, o prêmio de 25% parece aceitável. Muito mais importante será a definição da CVM para as operações que serão caracterizadas como alienação do bloco de controle. Ou seja, ainda não há uma definição clara sobre a alienação do bloco de controle das empresas. Isto por que se, por um lado, a CVM possui jurisprudência, criada por ela mesmo, de mais de 20 anos de aplicação da regra de *tag along*, por outro lado, a nova realidade do mercado brasileiro de capitais onde muitas companhias são controladas por complexos acordos de acionistas, por empresas estrangeiras abertas, ou por *holdings* de *holdings* irá exigir muita competência do órgão regulador.

Pagamentos extraordinários por cláusulas de não competição ou contratos de trabalho posterior a venda em condições fora de mercado, para citar apenas duas destas soluções, precisarão ser bem monitorados para que o artigo 254-A tenha eficácia.

Dito de outra forma: em caso de mudanças de controle, os minoritários detentores de ações com direito a voto têm direito a receber um valor equivalente a 80% do preço pago ao controlador.

4.1.2 Fortalecimento da CVM (medida provisória com nova redação da Lei 6.385/76)

O fortalecimento da CVM é um outro grande avanço. Do ponto de vista da eficiência operacional da CVM, talvez até mais importante do que os maiores poderes atribuídos a ela, foi a definição de que o órgão passa a ser auto-financiado, isto é, suas receitas podem ser utilizadas para cobrir os próprios gastos. Até este

ano, para funcionar, a CVM tinha que aprovar um orçamento anual junto ao Tesouro, para onde fluíam diretamente suas receitas.

Apesar de reduzir o superávit fiscal primário do governo, com o enorme crescimento da indústria de fundos nos últimos anos, a CVM vem sendo altamente lucrativa, esta medida dá ao órgão regulador condições de redimensionar sua estrutura para o tamanho do mercado a ser supervisionado. Só para se ter uma idéia, nos EUA, a SEC fez recentemente um concurso para contratar 200 advogados somente para cuidar de questões ligadas à Internet. A CVM tem hoje um total de 13 advogados.

4.1.3 Arbitragem (artigo 109)

Pela Lei nº 10.303/01, uma inovação para as companhias, a faculdade de incluir, em seus estatutos, previsão expressa que submete os litígios societários à arbitragem, é extremamente benéfica para assegurar, com maior agilidade, adequada proteção aos investidores, além, é claro de reduzir o número de processos no âmbito do judiciário.

A nova lei permite explicitamente que estatutos possam prever a possibilidade de solução de conflitos societários por arbitragem. Importante salientar que a BOVESPA visando contribuir com a solução de conflitos societários, que possam surgir no Novo Mercado ou no Nível 2 de Governança Corporativa, instituiu a Câmara de Arbitragem do Mercado que oferece aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e segura. Ao determinar a resolução dos conflitos por meio de câmara de Arbitragem, os órgãos reguladores oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

4.1.4 Limite para emissão de ações preferenciais (artigos 15º da Lei 6.404/76 e 8º da Lei 10.303/01)

A reforma da Lei das Sociedades Anônimas é um passo importante no sentido de caminhar para um mercado de capitais mais eficiente e justo. Entre as principais alterações está a composição da proporção de ações ordinárias e preferenciais: dos atuais 2/3 de participação de ações preferenciais para 50/50. Entretanto, a nova proporção é obrigatória apenas para as empresas fechadas que

decidirem abrir seu capital e para as novas companhias abertas. As empresas abertas podem manter a atual composição do capital, inclusive em novas emissões.

Boa parte da discussão conceitual sobre a mudança na Lei das S/A foi ocupada pela questão da proporção máxima do capital para ações preferenciais.

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. [...]

§ 2o O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

O resumo do que foi aprovado é o seguinte: companhias que já são abertas continuam autorizadas a emitir até 2/3 do seu capital em ações preferenciais. Companhias fechadas que pretendam abrir seu capital estarão limitadas a 50% de ações preferenciais. O mesmo limite se aplica às companhias que se constituírem a partir da data da publicação da Lei (esta, aliás, é a única regra que passa a valer imediatamente).

4.1.5 Conselheiro dos minoritários (artigo 141)

Este artigo refere-se ao direito de eleger e destituir um membro e seu suplente no Conselho de Administração da Companhia aberta, pelos acionistas titulares de 15% do total das ações com direito a voto, e pelos titulares de ações preferenciais sem direito ou com restrições de direito de voto que representem 10% do capital social, é outra alteração significativa.

Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários. [...]

§ 4o Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

Trata-se de dois representantes, cada um referente aos titulares de cada espécie de ações que preencham os requisitos citados, desde que o direito a essa representação já não esteja previamente contemplado no Estatuto Social.

O voto múltiplo é o processo pelo qual se dá a cada acionista um total de votos correspondentes ao número de suas ações votantes multiplicado pelo número de cargos do Conselho de Administração.

O objetivo que se procura alcançar com o voto múltiplo é a representação proporcional dos minoritários, titulares de, no mínimo 10% das ações votantes do Conselho de Administração.

O voto múltiplo atua como método para concentrar votos, a fim de matematicamente possibilitar a representação dessa minoria significativa no Conselho de Administração. Assegura o voto múltiplo a representação de outros interesses que não o dos controladores, no Conselho de Administração visando sempre fazer prevalecer o interesse social.

Caso não consigam perfazer o quorum exigido, a nova redação da lei conferiu a possibilidade de elegerem em conjunto um membro do Conselho de Administração e seu suplente, desde que detenham de modo agregado 10% do capital social.

4.1.6 Avaliação para direito de retirada (artigo 45)

Art. 4º-A.

Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

Quando insatisfeitos com a avaliação destinada a alienação do controle da companhia, os minoritários com o mínimo de 10% das ações em circulação no mercado, podem requerer assembleia geral especial para deliberar sobre nova avaliação.

Antes da mudança, na maioria dos casos o fechamento de capital acarretava para os minoritários, além da perda da proteção estabelecida pelas regras, transparência e tratamento igualitário entre acionistas estabelecidos pela CVM, também perda de liquidez para suas ações.

É inegável que a proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social foi um avanço na direção de um melhor alinhamento entre interesses de acionistas minoritários e controladores.

4.2 Coadjuvantes

4.2.1 Direito de retirada (artigo 137)

Na última alteração da Lei, o artigo 137, que trata das condições nas quais acionistas dissidentes podem exercer o direito de recesso, acabou apresentando uma redação controversa. O novo artigo 137 esclarece esta controvérsia: para que o direito de retirada não possa ser exercido, as ações da companhia em questão deverão ter liquidez e dispersão. Pela redação anterior, cabia a interpretação que bastava um dos dois quesitos. Além disso, determinadas operações de cisão voltam a acionar o direito de recesso (este direito foi retirado na mudança da Lei em 1997 pelas mesmas razões que levaram à exclusão do tag along das ações ordinárias).

O direito de recesso ou retirada que volta na nova legislação societária nos casos de cisão da companhia, que impliquem em mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupos de sociedade, ainda tem em sua essência a proteção aos minoritários. No caso de alienação de controle de companhia aberta, o adquirente será obrigado a fazer oferta pública para aquisição das demais ações ordinárias garantindo-lhes um preço no mínimo igual a 80% do valor pago à ação do bloco de controle.

Da mesma forma, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na empresa, mediante o pagamento de prêmio equivalente a diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

4.2.2 Informações para assembléias (artigos 133 e 135)

Houve uma melhora no processo de divulgação de informações para assembléias. A partir de agora, os pareceres dos conselheiros fiscais, inclusive

votos dissidentes, deverão ser disponibilizados aos acionistas antes das AGO.s e poderão ser apresentados e lidos durante a assembléia. Além disso, quaisquer documentos pertinentes à matéria a ser debatida em AGE.s deverão ser postos à disposição dos acionistas na data da primeira publicação da convocação.

Ainda no contexto da transparência, todos os administradores (incluindo conselheiros fiscais e de administração) deverão informar ao público mudanças em suas posições acionárias na companhia onde exercem este cargo com periodicidade a ser definida pela CVM.

4.2.3 Prazo para convocação de assembléias (artigo 124)

Uma outra boa alteração diz respeito ao prazo de convocação das assembléias. O prazo normal passou de oito para quinze dias (e de cinco para oito dias em segunda convocação). Este prazo pode ainda não ser suficiente para que acionistas detentores de ADR.s possam votar. Entretanto, a CVM poderá, de forma discricionária, mas desde que atendendo ao pedido de qualquer acionista, estender este prazo para até 30 dias ou, ainda, interromper a contagem por até 15 dias caso precise de tempo para conhecer e analisar as propostas a serem encaminhadas à assembléia.

Para a companhia aberta, houve a ampliação do prazo de antecedência para a publicação da convocação da Assembléia Geral, para quinze dias na primeira convocação, e oito na segunda. Na redação anterior, tanto para as companhias abertas quanto para as fechadas, o prazo de publicação era de oito dias na primeira convocação e cinco dias na segunda.

Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

§ 1o A primeira convocação da assembléia-geral deverá ser feita:

I - na companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembléia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias;

II - na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias.

Com o objetivo de dar maior transparência aos acionistas a respeito das atividades e operações, ordinárias e extraordinárias, da companhia, trouxe várias

alterações no que se refere aos prazos para convocação das assembleias gerais das companhias abertas e a divulgação de informações a respeito das deliberações a serem tomadas.

4.2.4 Regras para atuação do conselheiro fiscal (artigos 163, 164 e 165).

As regras de atuação do conselho fiscal também tiveram uma boa evolução ao permitir explicitamente que os conselheiros possam exercer suas funções agindo individualmente. Além disso, a nova Lei deixa claro que, a exemplo do que já ocorria com os conselheiros de administração, também os conselheiros fiscais devem exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia, o que nos parece positivo.

O aumento da independência do Conselho Fiscal deu a opção a qualquer conselheiro fiscalizar os atos dos administradores, verificando assim o cumprimento dos deveres legais e estatutários, bem como denunciar aos órgãos da administração e, em caso de omissão por parte deste na tomada das providências necessárias, à assembleia geral, os erros, fraudes ou crimes, sugerindo as providências úteis à companhia.

Art. 163. Compete ao conselho fiscal:

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; [...]

IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;

Dessa maneira, diminui a possibilidade de o conselheiro ter a sua atuação prejudicada pelos demais membros do órgão ao qual pertence.

Em contrapartida, ampliaram-se os deveres do Conselho Fiscal, que exercerá a função no interesse da companhia, considerando abusivos os atos praticados com o fim de causar dano à companhia, aos acionistas ou aos administradores, bem como os atos que visem a obter vantagens para si ou para outrem e que resultem ou possam resultar em prejuízos para a companhia e seus acionistas ou administradores.

Art. 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º Os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia, ou aos seus acionistas ou administradores, 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, seus acionistas ou administradores.

A competência colegial do Conselho Fiscal poderia significar a opressão do representante das minorias acionárias, isso não ocorre, porém, por não implicar o regime colegial a exclusão da função individual dos seus membros.

O entendimento é de que nada impede que os conselheiros possam agir individualmente.

Assim no art. 165, §1º, cria-se a figura do “abuso no exercício da função de conselheiro fiscal”, e que pode ser praticado pelo conselheiro fiscal representante tanto do controlador como dos minoritários. Caso se caracterize o exercício abusivo da função, o conselheiro poderá responder com perdas e danos pelos prejuízos causados. Se confirmada a proposição de ação de responsabilidade contra o conselheiro fiscal, por parte da companhia, ocorrerá o seu impedimento para o exercício do cargo.

O novo §1º disciplina duas questões: a) determina que os membros do Conselho Fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia e b) estabelece quando será considerado abusivo o exercício da função de conselheiro.

Desta forma, tornou-se explícito que se aplica aos membros do Conselho Fiscal o postulado básico de sua não-submissão aos acionistas que os elegeram. E este é um ponto positivo das novas mudanças.

4.3 Ausências da lei

4.3.1 Conflito de interesses (artigo 115)

Perdeu-se a chance de uma melhor regulação da maneira pela qual os acionistas devem lidar com eventuais conflitos de interesses. O novo artigo 115, que acabou sendo vetado pelo Presidente, continha uma regra não muito clara que dava

a quaisquer acionistas com mais de 10% do capital o direito de convocar uma assembléia especial para deliberar sobre a existência, ou não, de conflito. Ora, como o controlador votaria nesta assembléia e os acionistas preferenciais não, esta votação seria pro - forma. O único aspecto levemente positivo deste artigo era o eventual constrangimento do acionista controlador em ter que convocar e protagonizar uma assembléia com esta pauta. Por outro lado, envolver as companhias em questões societárias cujo fim já é previamente conhecido parecia inútil e negativo.

Note-se que a Lei hoje tem um vácuo, não preenchido pela nova redação, que se configura na situação onde o controlador tem 100% das ações ordinárias e se encontra em flagrante conflito em relação a matéria a ser votada em assembléia. Como as ações preferenciais não têm direito de voto, ninguém pode votar e a matéria acaba sendo aprovada sem votos.

4.3.2 Eleição do Conselho Fiscal (artigo 161)

Um dos poucos vetos presidenciais importantes foi o do artigo que tratava da forma de eleição do conselho fiscal. A regra proposta definia três conselheiros: um para os controladores, um para os minoritários, e o terceiro membro escolhido por todos os acionistas (incluindo ações preferenciais). Este mecanismo nos parece extremamente justo. Se não vejamos: aqueles controladores muito alavancados em preferenciais, que controlam suas companhias com um baixo percentual do capital total, correm tanto mais risco de serem minoritários no conselho fiscal quanto pior estiverem os resultados, pois, nestes casos, os detentores da maioria do capital tendem a ser mais atuantes comparecendo, inclusive, em maior número às AGO's. Se os resultados das empresas forem satisfatórios, a presença na assembléia normalmente é baixa e, na maior parte dos casos, nem a instalação de conselho fiscal é requerida. Os controladores pouco alavancados, com mais de 51% do capital total, teriam, por definição, maioria do conselho fiscal, o que nos parece razoável.

Os argumentos contra esta mudança normalmente estão associados à possibilidade de algum tipo de chantagem por parte de conselheiros eleitos pelos minoritários. Como acionistas de longo prazo, compartilhamos desta preocupação, mas lembramos que a nova Lei trata especificamente deste tipo de problema (ver acima em Regras para Conselheiros Fiscais).

4.3.3 Características das ações preferenciais (artigos 17º da Lei 6.404/76, 6º e 8º da Lei 10.303/2001).

A idéia inicial do novo artigo 17º era de criar novas ações preferenciais com verdadeiras preferências.

Como dito acima, versões iniciais da lei listavam duas alternativas para esta preferência, sendo a primeira, um dividendo prioritário expresso em percentual do valor patrimonial, e a segunda, tag along em condições semelhantes ao das ações ordinárias. A redação final inclui uma terceira opção: dividendos 10% maiores do que o das ordinárias. Esta terceira vantagem já é uma obrigação da Lei atual para ações preferenciais que não tenham direito a dividendo mínimo o que torna o novo artigo 17 indiferente para a grande maioria das companhias existentes.

No entanto, a combinação deste artigo 17 com os artigos 6º e 8º da Lei 10.303 (a Lei que implementa as alterações na Lei das S/A) pode levar, numa interpretação oportunista e esperta, à uma conclusão que deprecia as ações preferenciais com direito a dividendos mínimos. O artigo 6º estabelece que as companhias existentes deverão proceder à adaptação do seu estatuto aos preceitos desta Lei no prazo de um ano. Por sua vez, o artigo 8º diz que a alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o artigo 137 da Lei no. 6404/76, se efetivada até o término do ano de 2002. Da forma como está redigido o artigo 17, com algum esforço, pode-se concluir que ações preferenciais com dividendos mínimos não se enquadram em nenhuma das três preferências sugeridas. Aceito este argumento e este é o ponto nodal da discussão – a companhia que tiver ações preferenciais com dividendos mínimos que confirmam a seus portadores verdadeiras vantagens (ou verdadeiras desvantagens para os demais acionistas) poderá proceder à adaptação de seu estatuto aos preceitos da nova Lei sem disparar o direito de recesso para os acionistas prejudicados.

Ou seja, pode reduzir os dividendos dos acionistas minoritários sem nenhum custo para a empresa, o que nos parece absurdo e contrário ao espírito da Lei. Ações com direito a dividendo mínimo já estão adequadas à nova Lei e, portanto, as companhias não precisam alterar seus estatutos neste quesito. No entanto, é

inegável que a questão é discutível e, por isso, a posição da CVM é, mais uma vez, fundamental.

4.3.4 Acordo de Acionistas (artigo 118)

Devido ao impacto que as mudanças no artigo 118 causam em importantes conflitos societários presentes, este foi o ponto mais controverso durante o período entre a aprovação no Senado e a sanção presidencial. O foco da discussão situou-se no parágrafo 8º deste artigo que define que o voto de conselheiros indicados por acionistas ligados por acordo não será computado quando não estiver em linha com o voto decidido na reunião prévia. Em outras palavras, se o conselheiro entender que o voto no melhor interesse da companhia não é aquele que resultou da votação na reunião prévia, seu voto será desconsiderado pelo presidente do conselho. A discussão técnica dividiu, de um lado, aqueles que acreditam ser muito importante imputar ao conselho de administração o dever de fazer cumprir acordos de acionistas como forma de proteger os minoritários dentro destes acordos, principalmente sob o ângulo de eventuais exercícios de direito de veto que normalmente habitam estes acordos. Do outro lado, estavam os que acreditam que os conselheiros têm que votar sempre com sua própria consciência e no melhor interesse da companhia, obrigações, aliás, que sempre constaram da Lei. E que, assim o fazendo, seus votos não poderiam, em hipótese alguma, ser desconsiderados. Por esta linha de raciocínio, vincular os votos à decisão da reunião prévia tornaria os conselheiros laranjas dos acionistas do acordo.

É verdade que o novo parágrafo 8º não proíbe os conselheiros de votar contra a decisão da reunião prévia, apenas obriga o presidente do conselho a não computar este voto. Como também é verdade que, na grande maioria das companhias com controle definido, os conselheiros de administração já não são exatamente independentes dos controladores e, sob este ponto de vista, o que a lei está fazendo é apenas igualar companhias onde o controle é exercido via acordo com aquelas onde o controle é exercido diretamente.

Estes argumentos, embora até certo ponto válidos, são perigosos. O parágrafo 1º do artigo 154 da Lei, que não está sendo alterado, diz que os conselheiros eleitos por grupo ou classe de acionistas têm. Para com a companhia,

os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para a defesa do interesse dos que o elegeram faltar com estes deveres.

A nova redação do artigo 118 está, de fato, tratando os conselheiros eleitos por acordos de forma diferente dos demais.

Além disso, o raciocínio de que as companhias com controle definido já funcionam, na prática, como a nova lei está determinando para as companhias controladas por acordos não está exatamente correto. Sem entrar no mérito de que a realidade e os costumes não podem conformar a Lei, e sim o contrário, em uma companhia com controle definido, as pessoas eleitas para o conselho têm liberdade, e obrigação, de votar no melhor interesse da companhia, assim definido por cada um individualmente. Se o resultado da votação não for compatível com os interesses do controlador, não restará outra alternativa a ele se não convocar uma assembléia para demitir os conselheiros faltosos e eleger outros que cumpram melhor o papel de prepostos. Pelo novo artigo 118, este risco não existe numa companhia controlada por acordo e, portanto, segue-se logicamente embora reconhecendo o exagero do argumento que os controladores diretos deveriam, de agora em diante, assinar um “acordo acionista” com cada um de seus conselheiros de forma a evitar o constrangimento desnecessário na demissão deles.

Talvez ainda mais importante do que as razões de ordem técnica são as razões da natureza do papel do conselho de administração. A função do conselho é tratar fundamentalmente de assuntos intra-empresa, ou seja, deve cuidar da estratégia, da estrutura de remuneração dos executivos e funcionários, das decisões relevantes de negócio, de riscos de crédito, etc. Parece uma deformação injustificável atribuir ao conselho o papel de arbitrar eventuais conflitos entre acionistas resultantes de não cumprimento de acordos particulares. Os presidentes de conselho, a partir de agora, terão que solicitar cópias das atas das reuniões prévias para decidir quais os votos que devem ser computados. Este envolvimento da empresa em assuntos particulares de acionistas deveria se limitar aos votos e às discussões nas assembléias, fórum adequado, e desenhado na Lei para tratar de questões de acionistas.

Dito tudo isto, não reconhecer que a nova redação traz também benefícios aos minoritários dentro de acordos também nos parece um equívoco. Resta-nos, então, torcer para que as normas gerais a serem expedidas pela CVM sobre o assunto sejam eficazes e resultem em que estes benefícios sejam mais importantes

ao longo do tempo do que os problemas que possam vir a ser criados pelo novo artigo 118.

4.3.5 Informações sobre compras e vendas de acionistas (artigo 116-A)

Este novo artigo estabelece uma obrigação, a ser ainda regulamentada pela CVM, para quaisquer acionistas, controladores ou não, que elegerem membros para conselhos de administração ou fiscal de divulgar informações sobre suas compras e vendas efetuadas no mercado. O artigo surgiu no contexto da pressão dos controladores para esvaziar o direito dos acionistas preferenciais elegerem um membro para o conselho de administração sob o argumento de que seria importante para evitar *insider trading*. Ora, primeiro, a Lei já trata deste crime em várias outras seções (de fato, a regulamentação está até sendo aprimorada na nova redação do 6385). Segundo, este problema já existe hoje em relação aos acionistas minoritários ordinários que podem eleger membros para o conselho de administração pelo voto múltiplo e a todos os minoritários que podem eleger conselheiros fiscais. Terceiro, a CVM e a Bovespa já possuem informações detalhadas sobre os movimentos de compra e venda de ações e já tomam as providências cabíveis quando há oscilações anormais no mercado.

Deste modo, como o direito a eleição de um conselheiro pelos acionistas preferenciais acabou sendo esvaziado por outras vias. Apesar do desejo de implicar da maior transparência, o fato é que a indicação de membros para conselhos não torna os acionistas que exercem estes direito portadores de informações essenciais da companhia.

Muito pelo contrário, se o conselho funcionar como achamos que deveria, os acionistas que indicam conselheiros não deveriam manter comunicação livre como seus eleitos (vejam mais um problema do artigo 118 aqui). O mesmo raciocínio não se aplica aos controladores que indicam membros, pois, por definição, eles têm sempre informações confidenciais. Portanto, imputar a mesma obrigação a acionistas minoritários atuantes e a acionistas controladores parece descabido.

5. CONCLUSÕES

O mercado de capitais é um terreno fértil para novos investidores sedentos por resultados, um ambiente que tem lugar para todos os que se interessam pelo assunto. É um ambiente de risco, claro, porém quanto maior o número de informações disponíveis sobre ativos e mercados, bem como histórico e futuras negociações sobre uma empresa, as possibilidades são maiores de se obter ótimos resultados. Por ser um mercado promissor, a cada dia mais acionistas investem na bolsa de valores e a cada dia eles encaram as informações geradas pelas empresas como cruciais na decisão de investimento.

O nível de evidenciação das informações tornou-se com o passar do tempo um fator determinante de valorização das ações.

A modificação na relação entre acionistas majoritários e minoritários no mercado acionário brasileiro, a iniciativa da Bovespa na criação do Novo Mercado bem como a criação de um índice específico para atitudes de governança Corporativa aumentaram a importância dos pequenos investidores dentro das companhias de mercado aberto. A criação da lei nº 10.303/2001 vem somente a somar-se nessa busca por alinhamento entre os interesses destes acionistas.

O investidor deixa de apenas esperar pelos resultados gerados pelos seus investimentos em ações e começam a agir com o objetivo de controlar o poder de geração destes resultados. E os acionistas começam a querer participar eles mesmos das tomadas de decisões.

Os acionistas minoritários ainda são ignorados em algumas companhias, delicadamente os controladores e administrados acabam por passar por cima de seus direitos. Contudo isso tende a ser uma atitude negativa desvalorizando as ações das empresas que agem dessa forma.

Contudo, amparado por regulamentações como a nova lei das S/A, a lei nº 10.303/2001 bem como as cartilhas emitidas pela CVM e IBGC referentes a boas práticas de governança corporativa, o acionista minoritário começa a enxergar seu valor, e o poder de suas decisões, bem como o papel dele dentro das companhias. O acionista passa de reativo para ativo. O chamado ativismo societário é crescente e veio para ficar.

O Direito Societário Brasileiro sofreu inúmeras transformações no decorrer dos anos. Sendo o mercado de capitais muito dinâmico e a grande exigência das

companhias por uma regulamentação maior, faz-se necessário a atualização e adequação da legislação societária constantemente.

A legislação da sociedade anônima foi alterada para se adequar ao mercado interno e externo. O que causa modificações na forma como se relaciona no mercado, com seus investidores e acionistas.

O objetivo de identificar e analisar as implicações que a lei 10.303/2001 trouxe para o mercado acionário foi alcançado, pois se provou que o mercado é ágil e as companhias necessitam se adequar rapidamente as suas exigências, gerando assim a necessidade de novas regulamentações na lei societária.

A Governança Corporativa é analisada desde a sua criação, sua história e suas práticas, porém para que seja efetivada nas companhias necessita ser positivada no ordenamento jurídico vigente.

Foram analisadas as modificações ocorridas na Lei nº. 6.404/76 com as alterações dadas pela Lei nº. 10.303/01 levando em consideração a proteção aos acionistas minoritários e democratização do controle acionário.

Como um todo se tem a convicção de que o saldo final desta lei considerada por muitos como a “lei possível”, é muito positivo para o mercado de capitais brasileiro.

O amparo legal exigido pelo mercado surgiu através da lei 10.303/2001, onde as novas diretrizes referentes a informação gerada pelas empresas, a participação dos acionistas e a transparência na divulgações de informações foram positivadas de maneira a regularizar o mínimo de atitude de governança corporativa. Têm-se agora uma regulamentação explícita solidificando as atitudes de governança corporativa, tornando o mercado de valores mobiliário mais democrático e transparente, valorizando ainda mais a informação.

Cabe concluir que tendo uma regulamentação vigente fundamentando a importância e a obrigatoriedade de atitudes de transparência e de disseminação da informação, o papel do contador é diretamente afetado por tal aspecto, uma vez que é papel deste profissional auferir informações decisivas das peças contábeis.

O contador tem o amparo legal da lei 10.303/2001 para ressaltar mais uma vez a importância da informação por ele gerada, construindo um caminho onde finda na valorização da empresa proveniente da informação.

Enfim, o objetivo de analisar e discutir as implicações da nova legislação na Governança Corporativa, a lei 10.303/2001, assim como esse mecanismo foi

fundamental no avanço a proteção aos acionistas minoritários foi alcançado, entende-se que a legislação apesar de algumas ausências veio somente para somar forças nas atitudes de governança corporativa e prover acesso aos minoritários.

REFERÊNCIAS

- ANCOR. **Agente autônomo de investimento**. São Paulo: ANCOR, 2008.
- ANDRADE, Maria Margarida. **Introdução à metodologia do trabalho científico**: elaboração de trabalhos na graduação. São Paulo: Atlas, 2001.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BEUREN, Ilse Maria (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2003.
- BOVESPA - **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 26 nov. 2007.
- BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/L6404compilada.htm>> Acessado em 27 dez. 2007.
- _____. Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/L6404compilada.htm>>. Acessado em 27 \ dez. de 2007.
- CARVALHO, Antonio G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da bovespa**. Trabalho preparado para a Bovespa. Abril, 2002. Disponível em: <<http://www.ibmec.org.br/projetos/p00060100.pdf> >. Acesso em: 10 ago. 2007.
- CVM-**Cartilha com recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Junho, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 nov. 2007.
- DE PAULA, Germano Mendes. **Governança corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas**. Comissão Econômica para a América Latina e Caribe – CEPAL. Uberlândia, Set. 2003.
- DEMO, Pedro. **Pesquisa e construção de conhecimento**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 2000.
- DICK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private benefits of control: an international comparison**. (January 2002). NBER Working Paper N.º W8711. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 28 dez. 2007.
- DOIDGE, Craig Andrew; KAROLYI, George Andrew; STULZ, Rene M. **Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance**. (September 2004). ECGI - Finance Working Paper No. 50/2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=580883>>. Acesso em: 06 de dez. de 2007.
- DUTRA, Marcos G. L.; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO CONTEMPORÂNEA**. São Paulo, v. 6, n. 2, p. 9-27, maio/ago. 2002.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro – produtos e serviços**. Rio de Janeiro:Qualtymark Ed.1996. 371p.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7 ed. São Paulo. Editora Harbra, 2002.

GORDON, Jeffrey N. ***Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice***. California Law Review, Berkeley, v.76, p.1-77, Jan 1988.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO – USP**. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./nov./dez. 2004.

GROSSMAN, Sanford; HART, Oliver. ***One share-one vote and the market for corporate control***. (August 1987) National Bureau of Economic Research-Working Paper Nº. W2347. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w2347>>. Acesso em: 27 dez. 2007.

IBGC-**Governança corporativa no Brasil**. Disponível em:<<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 nov. 2007.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY,Robert. **Law and finance**. Journal of Political Economy, v.106, p.1113-1155,1998.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. **Finanças corporativas no Brasil**. ERA-ELETRÔNICA. São Paulo, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003.

LIMA, João B. N.; TERRA, Paulo R. S. Governança corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: XXVIII ENANPAD. Curitiba. **Anais...** 2004.

MCKINSEY & COMPANY e THE WORD BANK GROUP. **Investor Opinion Survey2000**. London. 2000. Disponível em: <www.mckinsey.com/governance>. Acesso em: 20 nov. 2007.

NENOVA, Tatiana. ***Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil***. (September 25, 2001). In EFMA 2002 London Meetings. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=294064>>. Acesso em: 03 jan. 2008.

PARRA FILHO, Domingos e SANTOS, João Almeida. **Metodologia científica**. São Paulo:Futura, 2002. 282p.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Contabilidade societária: atualizado pela lei n.º 10.303/01**. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, Boaventura de Souza. **Um discurso sobre as ciências**. 13º ed. Porto: Edições Afrontamento, 2002.

SETUBAL JUNIOR, W. **Governança Corporativa: foco Petrobrás**. Rio de Janeiro, 2002, 99f. Monografia (Bacharel em Administração) – Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2002.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. *A survey of corporate governance*. **Journal of finance**. V.52, n. 2, p 737-783, jun., 1997.

SILVA, A. L. C. Governança Corporativa, valor, alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de administração**. V. 39, n.4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

_____. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. Universidade Federal do Rio de Janeiro Instituto COPPEAD de Administração. Rio de Janeiro. 2002.

SILVEIRA, Alexandre D.M.; BARROS, Lucas A.B.C.; FAMÁ, Rubens. **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas Brasileiras**. Artigo da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses>>. Acesso em: 20 nov. 2007.

_____. Efeitos dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**. V. 39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004.

SROUR, Gabriel. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. Prêmio BNDES de Economia-2003. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>. Acesso em: 03 jan. 2008.