

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU

FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS – FAGEN

Mestrado em Administração

**Governança Corporativa e Políticas Públicas: uma análise
da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos
acionistas minoritários.**

Eduardo José dos Santos

Orientadora: Profa. Dra. Sirlei Lemes

Uberlândia [MG]

2006

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Arquimedes Diógenes Ciloni

Diretor da Faculdade de Gestão e Negócios

Prof. Reinaldo Campos Andraus

Coordenador do Programa de Mestrado em Administração

Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Junior

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS – FAGEN
Mestrado em Administração

**Governança Corporativa e Políticas Públicas: uma análise
da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos
acionistas minoritários.**

Eduardo José dos Santos

Orientadora: Profa. Dra. Sirlei Lemes

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação (Mestrado) em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Uberlândia
2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Santos, Eduardo José dos / 1975-

S237g Governança corporativa e políticas públicas : uma análise da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários / Eduardo José dos Santos. - Uberlândia, 2006.

294f. : il.

Orientador: Sirlei Lemes.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui bibliografia.

1. Administração de empresas - Teses. 2. Governança corporativa - Teses. 3. Políticas públicas - Teses. I. Lemes, Sirlei. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Brasil. [Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001]. IV. Título.

CDU: 658

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU

Eduardo José dos Santos

Governança Corporativa e Políticas Públicas: uma análise da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários.

Dissertação aprovada em 21 de fevereiro de 2006, para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Financeira e Controladoria.

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort

Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

Profa. Dra. Sirlei Lemes - Orientadora

*Com muito amor e carinho dedico este trabalho às três
pessoas mais importantes de minha vida: Suely (minha esposa),
Lara (minha filha recém-nascida) e Rosa (minha mãe).*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela força, energia e presença de espírito que me concedeu para chegar até aqui. As luzes divinas foram imprescindíveis para guiar meu caminho.

Agradeço a minha esposa Suely e minha filha Lara, que tanto contribuíram para que este projeto se finalizasse, com luz, graça, amor e orações nas horas em que eu estava presente junto a elas, e com paciência e confiança nas horas de minha ausência.

À minha mãe Rosa, que sempre me acompanhou nas viagens de Goiânia à Uberlândia, ofertando-me o conforto e a companhia tão necessários e bem-vindos, sempre com amor e disponibilidade em me ajudar.

A todos os meus familiares, que direta e indiretamente colaboraram e sempre procuraram compreender as minhas ausências.

À minha orientadora Profa. Dra. Sirlei Lemes, que soube compartilhar seus conhecimentos com desprendimento e competência, peculiar às pessoas de bom coração. Certamente tentarei seguir seu exemplo profissional, que enseja responsabilidade e honestidade na conduta acadêmica.

Aos professores e amigos Lúcio de Souza Machado e Pablo Rogers. O primeiro, pelo apoio sempre incondicional e irrestrito. E o segundo, pelo mérito em compartilhar seus conhecimentos e auxílio nos momentos mais necessários.

A todos os meus amigos do mestrado, especialmente Leonardo Caixeta, Fagner, Roberto, Anamélia e todos os que tivemos convivência durante o programa. Obrigado pela amizade, companheirismo e troca de conhecimentos.

Aos professores Marilza, Hélder, Willian, Ary, Marcos, Valdir e Fernando, todos da Faculdade Aphoniano, sempre companheiros e fraternos.

Aos membros da banca examinadora, Prof. Dr. Germano, Profa. Dra. Elionor e Profa. Dra. Kárem (exame de qualificação), que tanto contribuíram com suas sugestões e explicações.

E finalmente, a todos que tiveram a oportunidade de caminhar junto comigo nesta etapa de minha vida.

*“Embora ninguém possa voltar atrás e fazer um novo começo,
qualquer um pode começar agora e fazer um novo fim.”*

Francisco Cândido Xavier

RESUMO

Este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa de campo, cujo objetivo principal é a avaliação dos impactos provocados pela reforma à Lei 6.404/76 em relação aos níveis de proteção aos acionistas minoritários. Utilizou-se o questionário como instrumento de coleta de dados, cuja avaliação final será fundamentada pela aplicação dos seguintes métodos estatísticos: 1) Teste Qui-Quadrado (X^2), utilizado para avaliar se houve unanimidade nas respostas do questionário aplicado, buscando estudar se existe um perfil de concordância entre os respondentes; 2) Teste de Kruskal-Wallis (H), cujo objetivo é verificar se a hipótese nula de não concordância nas questões aplicadas está relacionada com as participações ordinárias e preferenciais no total de emissões e do grupo controlador das companhias; e 3) Coeficiente de Correlação de Spearman (r_s), que busca estudar se há uma correlação de concordância dos respondentes entre algumas questões aplicadas e entre os blocos de questões. De maneira geral, identificou-se a existência de um padrão de concordância dos respondentes no sentido de aceitarem as afirmações do questionário. Evidenciou-se que a Lei 10.303/2001, que reformou a Lei 6.404/76, ainda deixa a desejar em muitos aspectos relacionados ao nível de proteção aos acionistas minoritários, principalmente os consubstanciados na previsão legal de emissão de ações preferenciais, na concessão do direito a *tag along* de 80% para os detentores de ações ordinárias em caso da alienação do bloco de controle, e na vinculação da vontade dos conselheiros à vontade do acordo de acionistas que os elegeram.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Políticas Públicas. Lei N.º 10.303/2001.

ABSTRACT

This work is characterized as a field research, whose main goal is the evaluation to the reform of the Law 6.404/76 related to the protection of the policy shareholders. As an instrument of data collection, a field research questionnaire has been used, and its final evaluation will be fundamental with the application of the following statistical methods: 1) Qui-Square (X^2) Test, employed to evaluate if there has been an unanimity in the responses to the questionnaire given, seeking to study if there is a concordance profile in the answers; Krustal-Wallis Test (H), which aims to verify if the nil hypothesis of management in the questions applied to the ordinary and preferential participants, in the total of emissions, and the group which controls the companies; and 3) Spearman Correlation Coefficient (rs), that seeks to study if there is a correlation of concordance of the respondents on some of the questions asked, and to the blocks of questions. In general, one identifies the existence of a pattern of concordance of the respondents in that they accept the statements of the questionnaire. It is evident that the Law 10.303/2001, who reforms the Law 6.404/76, still lacks many aspects related to the protection of the policy shareholders, mainly in those based on the emission of preferential shares, in the right of 80% tag along to the investors of the ordinary shares in the case of application or the control block, and the entailing to the will of the shareholders who elected them.

Keywords: Corporate governance. Public Policies. Law N° 10.303/2001.

LISTA DE FIGURAS

01	Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos direitos e sistemas de relações	25
02	Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas de governo e estruturas de poder	29
03	Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas de valores e padrões de comportamento	30
04	Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas normativos	31
05	Descrição dos dois modelos agrupados de governança corporativa	34
06	Tipologias básicas de governança corporativa e sua relação com o binômio políticas públicas e governança corporativa	35
07	Relação ativismo dos acionistas <i>versus</i> continuidade (perenidade) dos negócios.	48

LISTA DE TABELAS

01	Composição Acionária Direta das Companhias Composição Acionária Direta Média (Mediana) de 225 Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no Final de 1998	61
02	Composição Acionária Indireta das Companhias Composição Acionária Indireta Média (Mediana) de 225 Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no Final de 1998	62
03	Participação Indireta dos Controladores	63
04	Direito dos Acionistas no Mundo	74 e 75
05	Direito dos Credores no Mundo	76, 77 e 78
06	Padrões Contábeis no Mundo	80
07	Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo	81
08	Corrupção no Mundo	82
09	Tabela de Freqüências (%) e Teste Qui-Quadrado para as Questões da Pesquisa	154
10	Média da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância com as Afirmações 14, 19 e 29 da Pesquisa	160
11	Teste Kruskal Wallis (H) das Médias da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância para as Questões 14, 19 e 29 da Pesquisa	161
12	Média da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância com as Afirmações da Pesquisa	284, 285, 286 e 287
13	Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Blocos de Questões	162
14	Coeficiente de Correlação de Spearman entre as Questões da Pesquisa	288 e 289
15	Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 2 e as Questões 13 a 21	164
16	Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 3 e as Questões 22 a 26	166
17	Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Blocos 4 e 5 e as Questões 27 a 34	167

LISTA DE QUADROS

01	Exemplos de ações que envolvem as diferentes partes engajadas na condução dos negócios em algumas corporações nacionais	26, 27 e 28
02	Conceitos de governança corporativa: uma tentativa de síntese	40 e 41
03	Classificação geral da taxa de retorno anual média (em %)	43
04	Classificação por Melhores Práticas na Divulgação de Informações	44
05	Classificação por Desempenho do Conselho de Administração	45
06	Classificação por Região (América do Norte)	45
07	Classificação por Região (Europa)	45
08	Os três marcos construtivos da governança corporativa: motivações e Desdobramentos	57
09	Número de Empresas Estrangeiras Listadas na Bolsa de Nova York	89
10	Comparação entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a <i>Security and Exchange Commission</i> (SEC)	99
11	Comparação entre os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa	128
12	Listagem das empresas que fazem parte do Índice <i>Tag Along</i> (ITAG)	130 e 131
13	Compilação das modificações efetuadas na lei n.º 6.404/76 por intermédio da lei n.º 10.303/01	210 à 283
14	Métodos Estatísticos e Nível de Mensuração	146

LISTA DE GRÁFICOS

1	Classificação Setorial das Empresas Analisadas	135
2	Classificação Atual das Companhias Analisadas de Acordo com os Índices da Bovespa	136
3	Categoria dos Acionistas Controladores das Companhias Analisadas	137
4	Número de Ações Ordinárias Emitidas pelas Companhias Analisadas	137
5	Negociação de ADRs por Parte das Companhias Analisadas	138
6	Política de Dividendos das Companhias Analisadas	139
7	Valores da Receita Operacional Bruta Média Anual das Companhias Analisadas	139

LISTA DE ABREVIATURAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADRs:	American Depositary Receipts
ANBID:	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANIMEC:	Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRM:	Custom Relationship Management
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
DRs:	Depositary Receipts
IASB:	International Accounting Standards Board
IBGC:	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGOV:	Índice de Governança Corporativa
IFRS	International Financial Reporting Standard
ITAG	Índice <i>Tag Along</i>
N1:	Nível 1 de Governança Corporativa
N2:	Nível 2 de Governança Corporativa
NM:	Novo Mercado
OCDE:	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONs	Ações Ordinárias
PNs	Ações Preferenciais
RI:	Relacionamento com Investidores
SEC:	Securities and Exchange Commission
SRM:	Stakeholder Relationship Management
US-GAAP:	United States Generally Accepted Accounting Principles

LISTA DE SIGLAS

ITRs	Informações Trimestrais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
NYSE:	Bolsa de Nova York
PETROS:	Fundação Petrobrás de Seguridade Social
PREVI:	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
SAP:	Empresa especializada em softwares para negócios

SUMÁRIO

1	Introdução	19
1.1	A governança corporativa e os direitos e sistemas de relações	23
1.2	Os sistemas de governo e estruturas de poder	29
1.3	Os sistemas de valores e padrões de comportamento	30
1.4	A governança corporativa e os sistemas normativos	30
1.5	Caracterização do problema de pesquisa	32
1.5.1	Delimitação do problema de pesquisa	46
1.6	Objetivos	48
1.6.1	Objetivo geral	48
1.6.2	Objetivos específicos	49
1.7	Justificativa para o estudo	50
1.8	A delimitação do estudo	51
1.9	Proceder metodológico	53
1.10	Estrutura da dissertação	55
2	A contextualização da governança corporativa no Brasil	56
2.1	Marcos construtivos de governança corporativa	56
2.2	Questões centrais da governança corporativa	58
2.2.1	Os problemas de agência	59
2.2.2	Os problemas de agência nas empresas familiares	64
2.3	As forças de controle externas e as políticas públicas	66
2.4	Políticas públicas como tema de governança corporativa e o caso brasileiro 70	
2.4.1	Comparações internacionais	71
2.4.2	As mudanças no ambiente político-econômico no Brasil	82
2.4.3	A reestruturação dos negócios no país	85
2.4.4	A evolução do mercado acionário e o estado de governança corporativa	90
2.4.4.1	O histórico de proteção aos acionistas no Brasil	91
2.4.4.2	O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	96
3	Políticas públicas e governança corporativa: principais dimensões no Brasil ..	101
3.1	A reforma da Lei 6.404/76	101
3.1.1	Os destaques das mudanças na Lei 6.404/76	108

3.2	Os códigos voluntários de governança corporativa	117
3.3	O papel dos investidores institucionais	120
3.4	Os fatores de convergência	124
4	Análise dos Resultados.....	134
4.1	Descrição dos procedimentos de pesquisa.....	134
4.2	Apresentação e análise dos resultados	143
4.2.1	Tipologia do Estudo	143
4.2.2	Levantamento dos Dados: O Questionário	143
4.2.3	Métodos Estatísticos Utilizados	145
4.2.3.1	Estatística Paramétrica versus Estatística Não-Paramétrica	145
4.2.3.2	Teste Qui-Quadrado (X^2).....	146
4.2.3.3	Teste de Kruskal-Wallis (H)	147
4.2.3.4	Coeficiente de Correlação de Spearman (rs).....	149
4.2.4	Resultados da Pesquisa	151
4.2.4.1	Análise das Questões Individualmente.....	151
4.2.4.2	Análise das Questões que não Houve Concordância.....	158
4.2.4.3	Análise das Correlações entre as Concordâncias.....	161
4.2.4.3.1	Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 2 .	162
4.2.4.3.2	Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 3 .	164
4.2.4.3.3	Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 4 .	166
4.2.4.3.4	Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 5 e Bloco 6	167
5	Considerações Finais.....	168
6	Referências bibliográficas	173
7	Apêndice A: Questionário enviado às companhias e fundos de pensão.....	181
8	Apêndice B: Resumo das modificações efetuadas na Lei 6.404/76.....	210
9	Apêndice C: Média da Concentração de Controle e Propriedade.....	284
10	Apêndice D: Coeficiente de Correlação de Spearman entre as Questões da Pesquisa	288
11	Apêndice E: Amostra das abstenções nas respostas aos questionários	290

1 Introdução

O tema governança corporativa para Andrade e Rossetti (2004, p. 20) não deve figurar como um simples modismo que, de forma efêmera, deixará de influenciar as mais variadas relações que podem ser estabelecidas nos diversos níveis corporativos das empresas.

Conforme apontado por Claessens (2003, p. 14), foram identificados cinco motivos que fazem com que a governança corporativa afete o crescimento e o desenvolvimento dos mercados de capitais, a saber:

- Primeiro: Incremento no investimento externo direto nas firmas;
- Segundo: Redução nos custos de capital associado à valorização das firmas;
- Terceiro: Melhor performance operacional, mediante a melhoria na alocação de recursos, bem como uma melhor administração de forma geral;
- Quarto: Boa governança corporativa pode ser associada com a redução de crises financeiras, particularmente importante, pois crises financeiras implicam em altos custos econômico-sociais;
- Quinto: Boa governança geralmente provoca melhores relacionamentos entre todas as partes interessadas (*stakeholders*) no condução dos negócios das firmas.

No contexto empresarial, já existem estudos que indicam que o tema, especificamente no contexto brasileiro, guarda relação com perspectivas históricas de mais de duzentos e cinquenta anos, haja vista o trabalho elaborado por Ricardino e Martins (2004, p. 59), que versa sobre a contextualização histórica do tema na época do Brasil colonial. Esses autores asseveram que a procura de mecanismos de proteção aos acionistas, sejam eles contra o poder dos acionistas majoritários, seja contra os empreendimentos em seu nome, não é uma preocupação nascida ao final do século XX. A partir dessa concepção, os autores expõem em seu trabalho os estatutos de uma companhia de comércio da época imperial, onde claramente fica caracterizada a preocupação a partir do senso comum, ou seja, sem quaisquer códigos de boa conduta ou aparato legal, com a proteção dos acionistas e com quesitos que visavam apontar elementos evidentes de transparência e equidade das

informações, evidenciando que práticas atuais apregoadas também guardam uma ligação histórica com o passado, muito importante para o entendimento do tema.

É evidente também que algumas das práticas atuais de governança corporativa não se aplicariam na época do estudo mencionado e vice-versa. O que se observa é uma tentativa de se estabelecer bons padrões de governança, fazendo com que a expressão ganhasse destaque nos últimos anos, estabelecendo-se como elemento fundamental da agenda de interesses das grandes companhias, conforme poderá ser visualizado nos exemplos enumerados abaixo, todos ocorridos no Brasil:

- Exemplo 1: América Latina Logística.

Conforme apresentado por Adachi (2004), a companhia do ramo de logística América Latina Logística (ALL) teve de alterar seus planos de lançamento de ações em bolsa, fazendo com que sua entrada no Novo Mercado da Bovespa fosse descartada. Esta situação ocorreu em função de uma determinação do edital de privatização da rede ferroviária que, no ato da desestatização da área de concessão da Malha Sul, obriga que o grupo de controle detenha 50% mais uma ação ordinária. Para ingressar no Novo Mercado, a companhia diluiria a participação acionária dos seus controladores de 50,58% para 39,67% das ações ordinárias contrariando, portanto, o referido edital. A companhia tentou uma dispensa desta exigência junto à Agência Nacional de transportes Terrestres (ANTT), responsável pela regulação do setor, não obtendo o êxito.

A partir desta proibição legal, a empresa diluiu seu capital apenas com ações preferenciais, fazendo com que o grupo controlador detenha 51,38% das ações ordinárias, tendo o capital constituído de 57,52% de ações preferenciais e 42,48% das ações ordinárias (ADACHI, 2004).

Objetivando minimizar os efeitos negativos de não ingressar no Novo Mercado, bem como da emissão de apenas ações preferenciais, a companhia optou por implementar algumas ações que ajudarão tanto nesta atenuação, quanto na criação de condições para o alinhamento de interesses entre controladores e minoritários, quais sejam: a) Assegurar aos detentores de ações preferenciais direitos iguais ao dos controladores em caso de venda da companhia, ou seja,

garantir o *tag along*¹ de 100%; b) Manutenção do direito dos preferencialistas de receber 10% a mais de dividendos que os ordinaristas; e c) Assegurar direito de voto aos preferencialistas em assuntos de incorporação, cisão, fusão e aprovação de contratos entre companhias do mesmo grupo.

Aponta-se nesse exemplo o estabelecimento de condições que minimizam o poder de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores, a partir de uma iniciativa que extrapola o previsto na Lei n.º 10.303/2001, relacionado principalmente à concessão do *tag along*.

- Exemplo 2: Adaptação de estatutos sociais.

Foi relatado por Valenti (2003) que uma série de empresas adaptaram seus estatutos sociais no sentido de ofertar vantagens adicionais às ações preferenciais, no intuito de se enquadrarem à Lei n.º 10.303/2001, mesmo com orientação da Comissão de Valores Mobiliários desobrigando tal adaptação.

Enumerou-se que 52 companhias se enquadraram às novas regras, podendo se estabelecer a seguinte divisão em termos de concessão de vantagens aos acionistas que detinham ações preferenciais:

- 29 empresas determinaram que as ações preferenciais – sem direito a voto – teriam dividendo 10% superior ao valor pago às ações ordinárias. Tal benefício já era assegurado pela Lei n.º 6.404/1976;
- 12 empresas asseguraram dividendo prioritário de 3% do valor patrimonial das ações;
- 11 empresas garantiram a concessão de prêmio pago pelo controle da companhia em caso de troca de controlador (*tag along*).

A orientação da CVM desobrigava as companhias de adaptarem seus estatutos com relação às ações preferenciais em circulação, obrigando as empresas a concederem os benefícios somente às novas ações preferenciais que fossem emitidas após a entrada em vigor da Lei n.º 10.303/2001.

Conforme apontado por Valenti (2003) “[...] diversos advogados especializados não concordam com a avaliação da autarquia, pois acreditam que

¹ O conceito de *tag along* será evidenciado na seção 1.1 que trata da governança corporativa e os direitos e sistemas de relações.

todas as PNs, incluindo as antigas, devem ter um dos benefícios determinados pela nova lei.”

Em consequência da dúvida quanto à concessão do benefício às ações preferenciais, muitas empresas optaram por dar a todas as ações sem direito a voto uma das vantagens previstas em lei, objetivando principalmente se evitar futuros questionamentos judiciais e, conseqüentemente, ofertar um melhor nível de proteção aos acionistas minoritários.

- Exemplo 3: Empresas premiadas com o selo da Animec.

Pavini e Camba (2005) observaram o seguinte:

A quinta edição do Selo da Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais (Animec) – única organização no país destinada a representar os minoritários – é um sinal de que as empresas estão evoluindo no relacionamento com o mercado de capitais.

Tal observação pode ser confirmada pelo fato de que pela primeira vez, desde a primeira edição do selo no ano de 2000, os associados da Animec ampliaram a listagem de empresas premiadas, escolhendo cinco companhias abertas como as melhores em relação à transparência e governança corporativa, sendo elas: Banco do Brasil, Banco Itaú, Natura, Pão de Açúcar e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose.

A partir das observações da Animec, evidencia-se que existem um número maior de companhias engajadas em se relacionar melhor com o mercado, bem como de mais acionistas preocupados em reivindicar seus direitos frente aos controladores das grandes companhias.

No Brasil, existem estudos que vislumbram a criação de indicadores de governança, como o elaborado por Silveira (2004, p. 198), da Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo. O estudioso criou o chamado IGOV (Índice de Governança) que leva em consideração vinte rígidos quesitos, mensurando com critérios objetivos como a empresa se comporta com relação: ao acesso às informações; ao conteúdo das informações disponíveis; à política de transparência; à estrutura do Conselho de Administração; e à estrutura de propriedade e governança corporativa. Todos esses parâmetros fazem parte do rol de conceitos do tema governança corporativa e que, nesse

estudo específico, foram testados contra um indicador de governança corporativa elaborado pelo autor.

O seu atual reconhecimento como instrumento que influencia os negócios, bem como o destaque em termos de tema nos meios acadêmicos, faz com que seja necessária a ampliação das discussões acerca do assunto, objetivando assim estabelecer elos importantes de contribuição para todos os agentes direta ou indiretamente envolvidos e influenciados, chamados comumente de partes interessadas nos processos de governança.

Faz-se necessário então o estabelecimento de visões conceituais primárias de governança corporativa, no sentido de estabelecer-se uma ordem lógica de raciocínio, com o intuito de se enquadrar as diferentes propostas que serão delimitadas nos objetivos específicos desse trabalho.

Primeiramente, destaca-se a opinião de De Paula (2003, p. 1) onde se concebe que a governança corporativa pode ser definida de diversas maneiras, em função principalmente das contribuições recebidas de diversas disciplinas relacionadas às ciências sociais aplicadas, a saber: finanças, macroeconomia, planejamento estratégico, sociologia e ciência política.

Essa diversidade de conceitos foi compilada de forma sistemática por Andrade e Rossetti (2004, p. 23), agrupando-os com base em suas características de maior destaque. Nesse sentido, se estabelece basicamente quatro grupos: 1) Conceitos que enfatizam direitos e sistemas de relações; 2) Conceitos que destacam sistemas de governo e estruturas de poder; 3) Conceitos que chamam a atenção para sistemas de valores e padrões de comportamento; e 4) Conceitos focados em sistemas normativos.

Objetivando delinear a seqüência descritiva desse estudo, apresenta-se abaixo a abrangência dos conceitos relacionados à governança corporativa, com alguns expoentes em termos de literatura disponível acerca do assunto.

1.1 A governança corporativa e os direitos e sistemas de relações

Este conceito enfatiza principalmente a divisão e distribuição das responsabilidades dos principais agentes presentes nas corporações (Figura 1).

Nesse sentido, destacam-se os conceitos pertinentes da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que caracteriza a governança corporativa como um sistema no qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. Nesse sentido, o seu papel enfoca a delimitação dos direitos e responsabilidades dos diferentes participantes da corporação, como os diretores, conselho de administração, acionistas e quaisquer partes interessadas.

A OCDE é um organismo internacional multilateral, que congrega 30 países membros (Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, República Checa, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Coreia, Luxemburgo, México, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Eslováquia, Espanha, Suíça, Suécia, Turquia, Inglaterra, Estados Unidos), cujo um dos objetivos principais fundamenta-se na publicação e propagação de recomendações que vislumbrem a melhoria e o fiel cumprimento às regras que congreguem o desenvolvimento econômico não só de seus países membros, como também de economias emergentes.

Conforme De Paula (2003, p. 2), dentro desse grupo, o conceito mais apregoadado seria o de Shleifer e Vishny (1997, p. 2) que sustenta que a governança corporativa fundamenta-se nas relações a serem estabelecidas pelos variados fornecedores de recursos financeiros, no sentido dos mesmos buscarem meios de assegurar que haja retorno sob seu investimento.

Além disso, devido ao caráter de abrangência do tema, a análise dos mecanismos de governança pode também ser centrada na estrutura de controle e propriedade das empresas, levando-se em consideração a perspectiva de dissociação entre propriedade e controle. Shleifer e Vishny (1997, p. 22) sustentam que a estrutura de controle e propriedade é, conjuntamente com a proteção legal, um dos dois determinantes da governança corporativa.

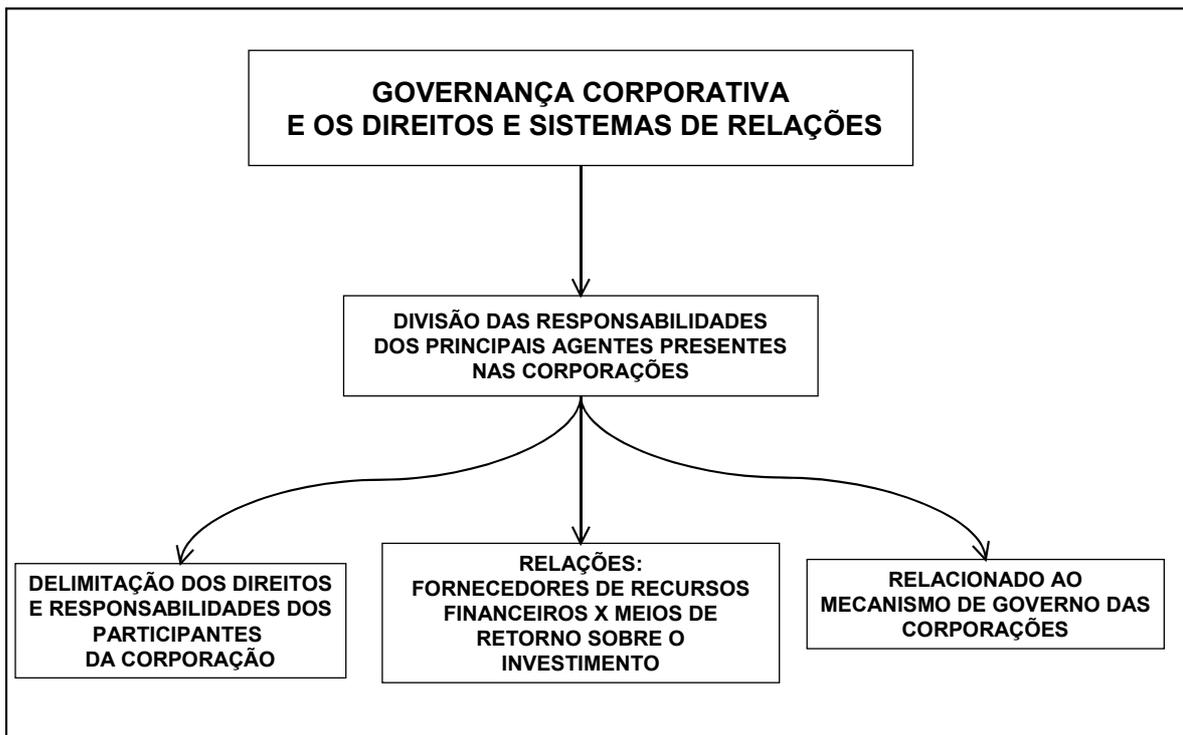


Figura 1 – Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos direitos e sistemas de relações.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 23).

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), sob sua concepção, acrescenta que a governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, e que para isso necessariamente deve envolver o sistema de relações entre as diferentes partes engajadas na condução dos negócios nas corporações.

Em termos práticos, e objetivando se estabelecer uma relação com os conceitos acima enumerados, pode-se descrever uma seqüência de ações consolidadas ou a serem implementadas no ano de 2005, por empresas estreates ou não no mercado de capitais no Brasil, cujos objetivos vão desde o estreitamento entre as partes interessadas nos processos dentro das companhias, até a disponibilização de informações para o monitoramento acerca da condução dos negócios nestas entidades.

No intuito de se estabelecer uma seqüência ordenada quanto à percepção dessas, optou-se por apresentá-las no Quadro 1 abaixo.

QUADRO 1
Exemplos de ações que envolvem as diferentes partes engajadas na
condução dos negócios em algumas corporações nacionais (continua)

Corporação	Ações consolidadas ou a serem implementadas em 2005
ALL América Latina Logística S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento da frequência de participação em eventos internacionais; • Estreitamento das relações com investidores pessoas físicas, por intermédio de reuniões e eventos voltados para esse público; • Reformulação da página da internet (<i>site</i>) de relações com investidores; • Promoção da liquidez das ações, com vistas a estrear em algum dos índices da BOVESPA; • Constituição de um comitê de auditoria, e um comitê para definição das estratégias corporativas.
Banco Itaú Holding Financeira S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Direcionamento do foco ao investidor pessoa física, por meio de eventos dirigidos, palestras em universidades e seminários; • Consolidação do programa de reinvestimento de dividendos lançado no ano de 2004; • Ampliação do relacionamento com os atuais acionistas, através de veículos de comunicação específicos; • Consolidação do sistema CRM (<i>Custom Relationship Management</i>), vislumbrando o estreitamento da relação com os acionistas.

<p>Natura Cosméticos S.A.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Estreitamento do relacionamento com os atuais investidores pessoas físicas e implantação de programa de visitas à fábrica; • Aumento da base de acionistas, por meio da participação em eventos e conferências com investidores individuais; • Promoção da liquidez das ações, com vistas a estreitar em algum dos índices da BOVESPA.
<p>Banco do Brasil S.A.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Estreitamento dos laços com investidores pessoas físicas, por meio de participação em eventos voltados a aplicadores, em universidades e em parcerias com outras instituições; • Aprimoramento do sistema CRM (<i>Custom Relationship Management</i>), desenvolvido internamente; • Ampliação da liquidez das ações.
<p>Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Colocação do sistema SEM (<i>Stakeholder Relationship Management</i>), da empresa SAP, em pleno funcionamento, com desenvolvimento de um projeto de sua convergência para a página da internet (<i>site</i>) de relações com investidores; • Reformulação da página da internet (<i>site</i>); • Intensificação da participação em eventos, seminários e programas de visitas às plantas fabris.
<p>Braskem S.A.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento da presença junto aos investidores externos; • Promoção da companhia junto aos investidores individuais no Brasil e no exterior.

	(conclusão)
Banco Bradesco S.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento do contato com os investidores pessoas físicas, por intermédio da implementação de um programa de visitas às agências do banco; • Ampliação da comunicação entre as diversas empresas do conglomerado e a área de relação com investidores; • Aprimoramento da página da internet (<i>site</i>) de relações com investidores.

Fonte: Lachini (2005, p. 18-19)

Observa-se com esses exemplos que paulatinamente existe uma certa evolução nos aspectos relativos à ligação existente entre governança corporativa e os direitos e sistemas de relações. Ao final dos anos 90 e começo da nova década, no Brasil especificamente, os profissionais das áreas de RI (relação com investidores) se engajaram na tarefa de ampliar a transparência das informações geradas pelas companhias em que eles atuavam. Após isso, houve o estabelecimento da tentativa de se convencer os acionistas controladores a ceder direitos exigidos por investidores minoritários, como, por exemplo, a concessão do *tag along*².

No caso dessa pauta para 2005, apontada pelas empresas acima, verifica-se que, além da melhoria nas práticas corporativas, se tem também a tentativa de ampliação da base acionária das companhias. Vê-se então que a propaganda boa governança está presente, mesmo que em um número ainda delimitado de empresas.

² O *tag along* caracteriza-se como um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários na alienação de controle, quando os benefícios privados de controle são elevados, que é o caso do Brasil. Este mecanismo consiste basicamente na extensão do direito de venda das ações a todos os acionistas, independentemente de serem majoritários ou minoritários, bem como da classe de suas ações (ordinárias ou preferenciais), em caso de troca de controle da companhia. Estabelece-se também que as condições de preço de venda para essas ações, no caso de concessão do referido mecanismo, podem chegar a 100% (cem por cento) do preço efetivamente pago às ações do acionista controlador ou às ações do bloco de controle da companhia. No Brasil, esse percentual é de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) assegurado pela Lei n.º 10.303/2001, exclusivamente para os acionistas detentores de ações ordinárias.

1.2 Os sistemas de governo e estruturas de poder

Esse tratamento conceitual enquadra os processos de governança corporativa em um ambiente diretamente relacionado ao aparato legal, bem como aos marcos regulatórios dos países, de modo a se permitir o estabelecimento de mecanismos sob os quais as corporações serão controladas (Figura 2).

Esse aspecto também é complementado por Babic (2003, p. 1), atribuindo os estudos de governança aos problemas relacionados à tomada de decisões empresariais, liderança, teoria da organização e a sociologia das elites. Esses estudos consubstanciam-se também com as políticas macroeconômicas e com os níveis de competição dos mercados, segundo a mesma autora.

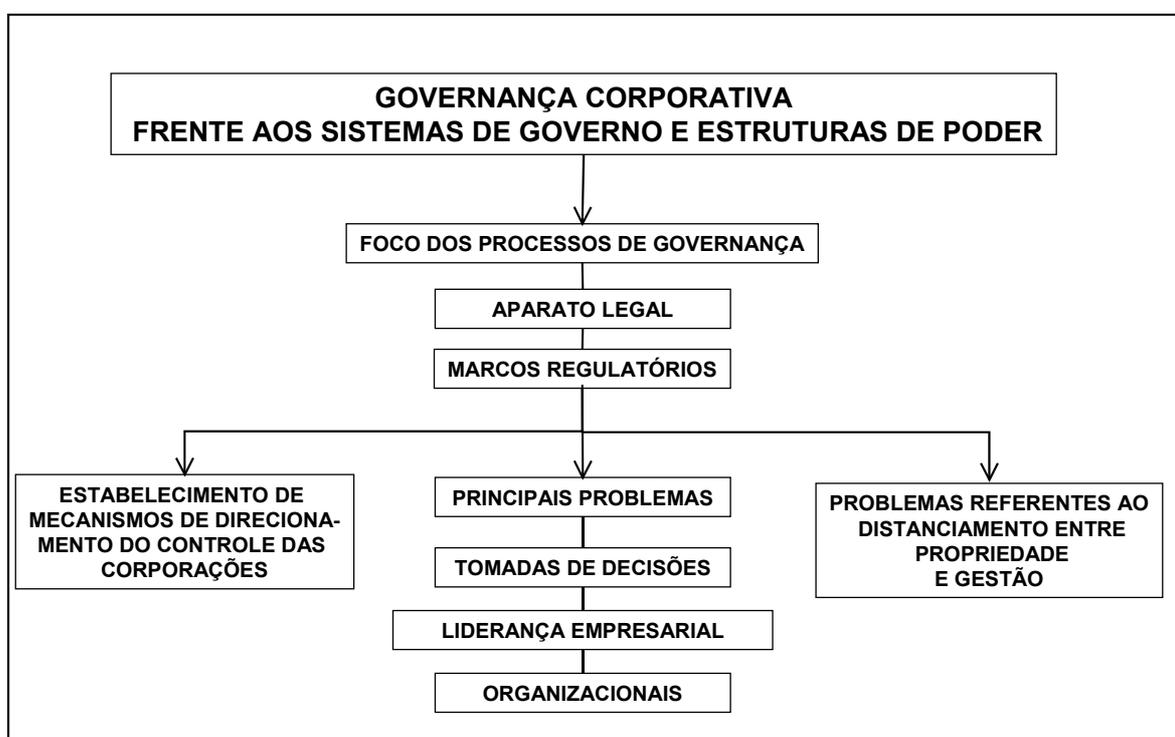


Figura 2 – Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas de governo e estruturas de poder.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 24).

Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 403) enfatizam que devido ao distanciamento presente entre a propriedade e a gestão das empresas, necessário se faz a definição de uma estrutura de governo que aumente a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos.

1.3 Os sistemas de valores e padrões de comportamento

A base conceitual do tema governança, quando focada em sistemas de valores e padrões de comportamento, buscará de certa forma espelhar os padrões sociais presentes nas nações, e de forma direta a influência que esses padrões provocam na condução dos negócios nas empresas (Figura 3).

A título exemplificativo, a governança corporativa delimitada nessa abordagem, tratará da justiça, transparência e da responsabilidade das empresas na organização e tomada de decisão quanto às questões que envolvem de forma direta e indireta tanto os interesses do negócio quanto os interesses da sociedade conforme apontado por Williamson (1996, p. 5).

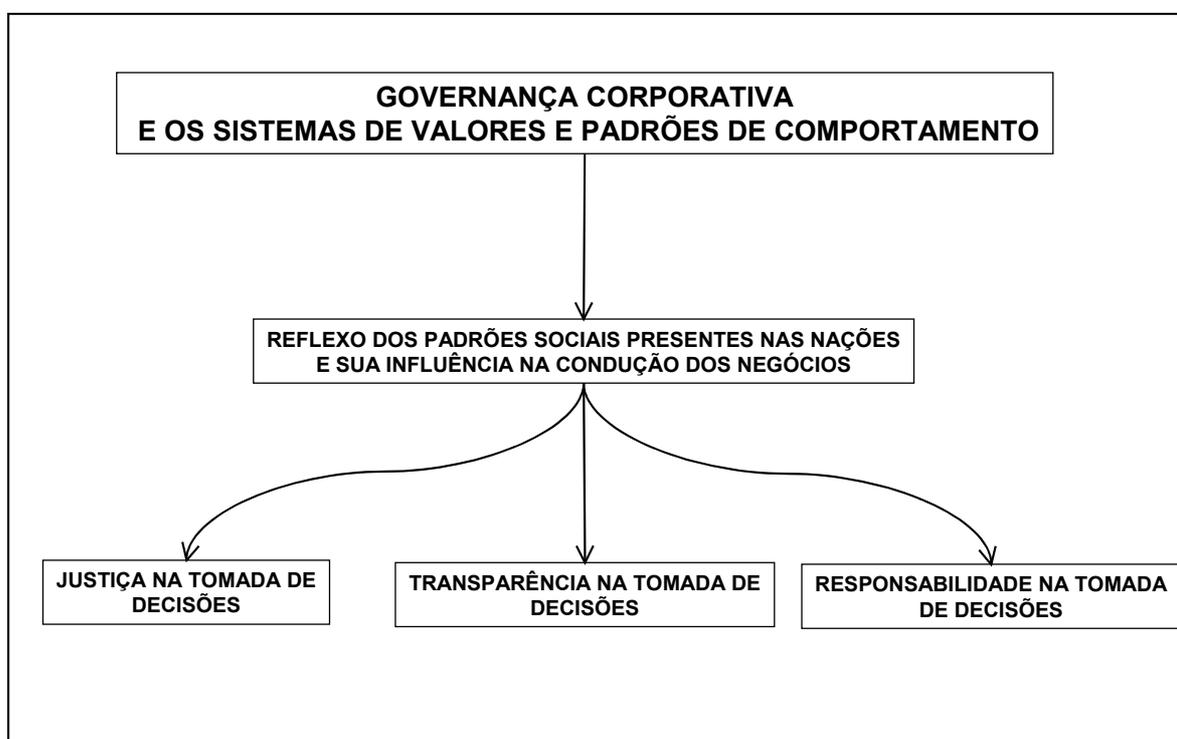


Figura 3 – Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas de valores e padrões de comportamento.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 25).

1.4 A governança corporativa e os sistemas normativos

A relação existente entre os sistemas normativos e governança corporativa será utilizada de forma incisiva nesse estudo, sendo os mesmos discutidos de forma específica no capítulo 2, que versa sobre o enquadramento das políticas públicas como forças de controle externas de governança corporativa. No capítulo 2 será evidenciado a característica endógena das políticas públicas como fator de

influência na condução dos processos de boa governança nas companhias, caracterizando-as como uma das principais áreas de estudo da governança corporativa.

Os sistemas normativos influenciam os processos de governança pelo fato de se poder concebê-la como um sistema de normas e regulamentos (Figura 4). Essas normas e regulamentos, procurarão basicamente:

Assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; 2) Disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais relevantes, avaliando sua interferência em seus direitos; 3) Possibilitar a todas as pessoas que sofrem influências dos atos das corporações o emprego de instrumentos que assegurem seus direitos; e 4) Estabelecer uma melhor interação entre os acionistas, conselhos de administração e a direção executiva das empresas (MONKS E MINOW, 2001, p. 240).

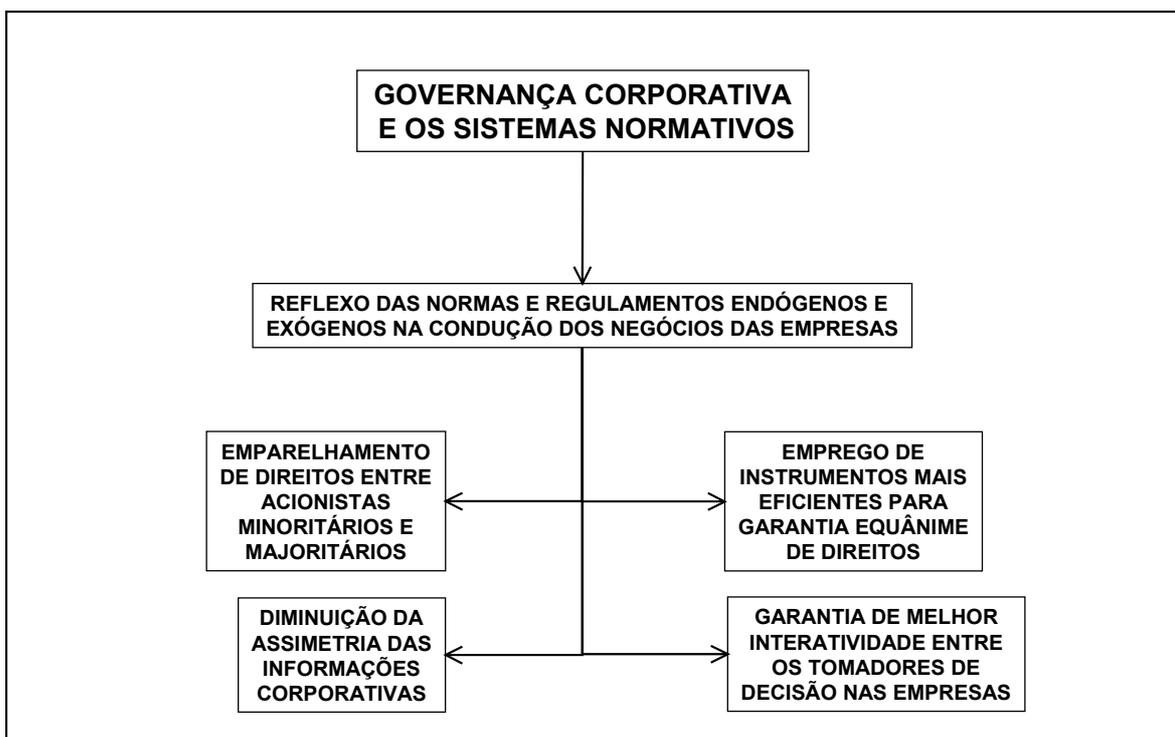


Figura 4 – Abrangência do tema Governança Corporativa: O entendimento dos sistemas normativos.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 26).

A importância desse enfoque também se reflete nas mais variadas iniciativas que, de forma sistemática, fazem com que grandes corporações procurem se aproximar de todas as classes de investidores no mercado de capitais, sejam eles controladores ou não controladores, iniciativas essas já descritas na seção 1.1.

Destaca-se dentro dessa dimensão dos conceitos de governança corporativa a revisão feita por Leal e Saito (2003, p. 3), onde se externa a questão de se limitar a expropriação dos acionistas controladores junto aos acionistas minoritários, mediante a implantação no Brasil de uma série de medidas que, direta e indiretamente, funcionam como instrumentos normativos que buscam zelar pelas práticas adequadas de governança corporativa.

Como exemplo dessas medidas enquadra-se a figura das instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, os códigos voluntários de boas práticas de governança corporativa, a criação de mercado mobiliário diferenciado pela Bovespa (Níveis I/II e Novo Mercado) e a reforma na Lei 6.404/76 por intermédio da Lei 10.303/2001, medida legal que será tratada de forma mais analítica no decorrer desse estudo.

Conforme anteriormente mencionado, antes da especificação do conceito de políticas públicas como uma das dimensões de governança corporativa, é conveniente se dizer que aquele termo tem grande amplitude, em face do mesmo estar correlacionado às mais diferentes esferas econômico-sociais, podendo se revestir sob a forma de leis, regulamentos, diretrizes, planos, orçamentos e outras decisões do poder público. Quando se fala em poder público, concebe-se a atuação do governo federal, estadual e municipal, incluindo os mais diversos instrumentos: poderes legislativo, executivo e judiciário; autarquias; agências; e órgãos oficiais.

1.5 Caracterização do problema de pesquisa

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p. 27), existem elementos-chave do processo de governança corporativa que oferecem condições para um entendimento mais aprofundado acerca desse sistema, quais sejam: os sistemas de valores, o relacionamento entre as partes interessadas, os propósitos estratégicos, a estrutura de poder e as práticas de gestão.

Dentre todos os elementos-chave, destaca-se para a concepção descritiva desse estudo o primeiro elemento que enfatiza a necessidade do estabelecimento de um sistema de valores claros e definidos que regulem as relações entre todas as partes interessadas tanto na gestão quanto no retorno que as corporações podem vir a oferecer, seja para seus controladores, seja para seus acionistas minoritários, seja para quaisquer outros agentes envolvidos.

Percebe-se que essas relações denotam a existência de dois modelos agrupados de governança corporativa (Figura 5) que auxiliarão no entendimento do papel das políticas públicas, objeto principal de análise nesse estudo. Verifica-se a seguinte descrição desses modelos:

- Modelo 1: concebido segundo a tipologia de propriedade das empresas e pela forma preponderante de financiamento das corporações, tendo como foco principal o acionista (*shareholder*) quanto a seus interesses e direitos (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 30). Caracteriza-se como uma perspectiva estritamente empresarial, focada basicamente em ordenamentos internos nas empresas que delimitam o relacionamento entre proprietários e gerentes, sendo que os conflitos de agência decorrem do distanciamento entre as expectativas dos acionistas e a respectiva atuação dos gestores à frente das corporações;
- Modelo 2: estabelecido pela postura do mundo corporativo quanto ao seu desenvolvimento e seu compromisso com objetivos de maior escala, sem a limitação econômico-financeira (perspectiva *shareholder*). Refere-se a modelos de governança corporativa que ampliam o foco para a perspectiva ampliada de outras partes interessadas (perspectiva *stakeholder*), portanto focado na perspectiva de múltiplos interesses (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 30). Caracteriza-se como uma perspectiva mais abrangente, concebida inclusive pelo Banco Mundial, no qual há o envolvimento entre proprietários, Conselhos de Administração e outros *stakeholders* (empregados, consumidores, fornecedores e comunidade em geral), apontada por De Paula (2003, p. 2). Nesse modelo, elenca-se os conflitos de agência decorrentes da expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários, característica de mercados concentrados como o brasileiro.

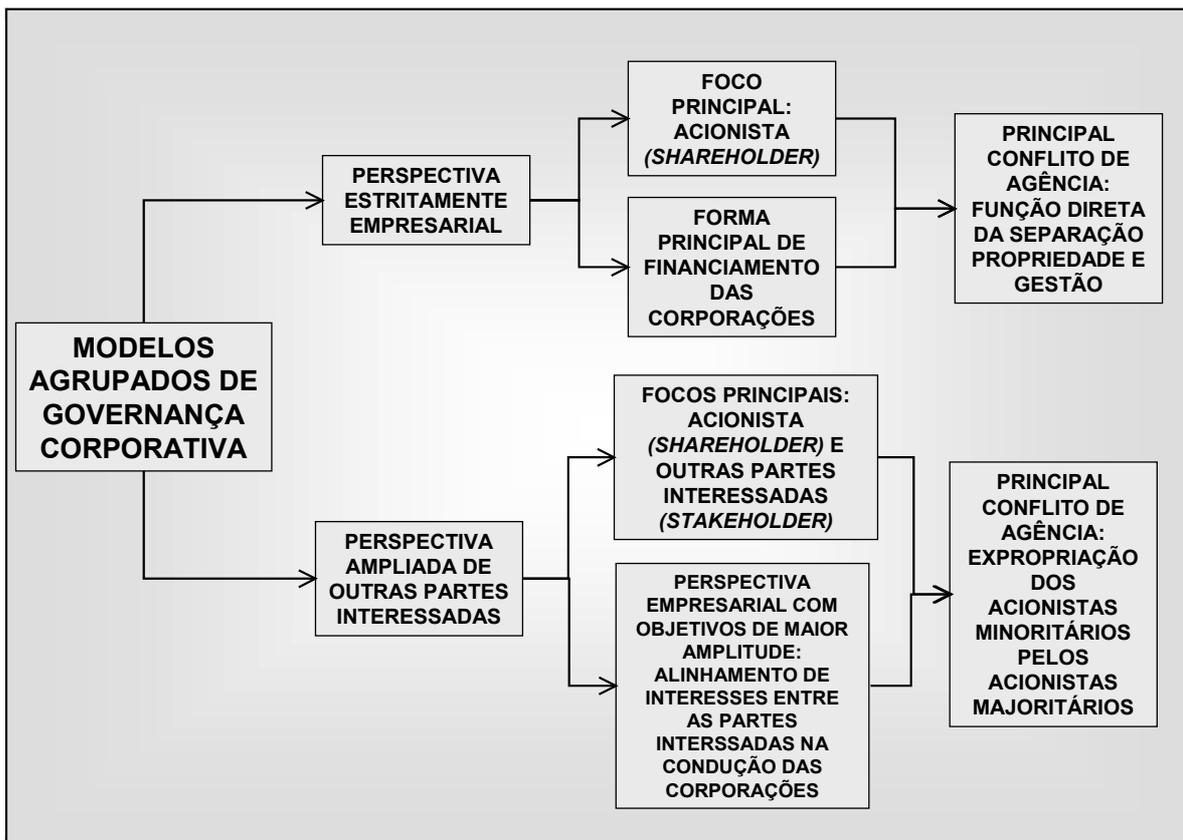


Figura 5 – Descrição dos dois modelos agrupados de governança corporativa.
 Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 30).

Diante dessas duas tipologias básicas, estabelece-se a importância de se ter valores claros que ofereçam condições de sustentação às práticas de boa governança, sendo que esses elementos influenciarão sobremaneira uma das dimensões classificadas por De Paula (2003, p. 28) como sendo o papel das políticas públicas em relação à influência que as mesmas exercem sobre as empresas. Pode-se estabelecer a existência de um binômio políticas públicas e governança corporativa (Figura 6), que se fundamenta na criação de institutos legais e marcos regulatórios protecionistas dos direitos dos acionistas minoritários, fundamentado principalmente em leis, entidades reguladoras do mercado de capitais, incentivo aos códigos voluntários de governança corporativa e estímulo à postura ativista dos investidores institucionais.



Figura 6 – Tipologias básicas de governança corporativa e sua relação com o binômio políticas públicas e governança corporativa.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 35).

Os valores caracterizados como sustentáculos das práticas de boa governança corporativa podem ser classificados da seguinte maneira:

- *Fairness*: senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime em relação aos majoritários, tanto no aumento da riqueza das corporações, quanto nos resultados das operações e na presença ativa nas assembleias gerais;
- *Disclosure*: transparência das informações, especialmente daquelas de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem riscos;
- *Accountability*: prestação responsável de contas, fundamentadas nas melhores práticas contábeis e de auditoria;
- *Compliance*: conformidade no cumprimento de normas regulamentadoras expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas normas legais emanadas das instituições de cada país.

Em termos de caracterização dos valores acima enumerados, o princípio da equidade (*fairness*) pressupõe que o estímulo ao investimento, tanto doméstico quanto exterior, poderia ganhar maior expressão com a confiança de que os investimentos estariam, por exemplo, protegidos por perdas, tais como fraudes, erros e políticas discriminatórias. Esse valor tem como característica principal não só o tratamento justo aos acionistas, mas a todas as partes interessadas no desenvolvimento dos negócios, ligado portanto à tipologia apontada como sendo de maior abrangência (tipologia *stakeholder*).

Antes de se mencionar o *disclosure* como um dos valores que oferecem sustentáculo às práticas de governança corporativa, faz-se necessário apresentá-lo como um elemento de caráter abrangente. No meio acadêmico, a palavra *disclosure* vem sendo utilizada como a mais adequada para referir-se à divulgação das informações por parte das empresas, sendo que este meio de divulgação respalda-se principalmente na evidenciação através das demonstrações contábeis. Em relação às práticas de governança corporativa, percebe-se que o termo torna-se mais robusto, principalmente por estar vinculado aos aspectos de transparência das informações.

A partir desta menção inicial, o princípio da transparência (*disclosure*) traz em sua base o tratamento da informação contábil. O relatório anual da diretoria das companhias é a peça mais importante e mais abrangente de evidenciação da companhia. Os relatórios devem contemplar todos os fatores que norteiam a ação empresarial devendo conter além de informações de caráter econômico-financeiras, possuir informações de caráter não financeiro como, por exemplo, descrição de situações em que ocorrem direitos especiais a voto, informações sobre blocos de controle e informações relevantes sobre os ativos intangíveis.

Sob o ponto de vista microeconômico, um mercado de capitais melhor desenvolvido proporciona o maior número de informações a respeito das empresas para os investidores. Além disso, esse nível de evidenciação objetiva colaborar para que o gerenciamento das empresas procure estar alinhado aos objetivos tanto do gestor quanto do investidor, em função de suas remunerações estarem amarradas à performance da empresa e das ações.

Para Wüstemann (2003, p. 8): “O regime de evidenciação (*disclosure*) imposto de forma legal monitora todas as partes envolvidas nos processos

corporativos (incluindo os diretores executivos), e parece ser preponderante para condução de eficientes processos de governança corporativa.”

Em relação à prestação responsável de contas, estabelece-se que um dos vetores principais para essa prática está diretamente relacionado com o papel da Auditoria Independente, que objetivamente deverá fazer a avaliação dos controles e procedimentos internos da empresa, e, por meio da compilação e ordenamento das análises feitas, elaborar relatório emitindo opinião sobre a fidedignidade ou não das demonstrações contábeis.

Concebe-se, então, que o princípio do *compliance* objetiva de certa maneira respaldar os outros três valores, em função de seu caráter estritamente ligado ao cumprimento de institutos e determinações legais com o objetivo de resguardar os diversos agentes envolvidos nas atividades das corporações e, por conseguinte, assegurar a própria continuidade dos negócios.

O desenvolvimento desses valores de governança corporativa tem merecido a atenção de organismos internacionais. Como por exemplo, a OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) criou uma força tarefa denominada de *Advsory Group*, que buscou desenvolver princípios que norteiam a propalada boa governança.

As próximas seções desse trabalho trarão a delimitação específica do tema, mas antes se faz necessário a enumeração ordenada dos principais fatores determinantes do desenvolvimento das práticas de governança corporativa, caracterizados como fatores determinantes externos e internos (ANDRADE e ROSSETTI, 2004).

⇒ Fatores determinantes externos

- Mudanças no macroambiente por meio de: a) Desfronteirização de mercados reais e financeiros – uniões, blocos, mercados comuns, áreas de livre comércio, acordos bilaterais e quebras de barreiras de entrada em praticamente todos os países e negócios; e b) Desengajamento do estado-empresário – privatizações;
- Mudanças no ambiente de negócios por meio de: a) Reestruturações setoriais – novas estruturas de competição; e b) Complexidade crescente do ambiente de negócios: cenários de incerteza; riscos e turbulências; velocidade e profundidade das mudanças;

- As revisões institucionais estão relacionadas a uma maior preocupação com a definição de instrumentos legais que visem resguardar os direitos de todos os agentes envolvidos e interessados na perpetuação das sociedades – Exemplo no Brasil: Reforma parcial da Lei 6.404-76 (Lei n.º 10.303-2001) e a aprovação da Lei n.º 11.101 de 9 de fevereiro de 2005 (Nova Lei de Falências). As revisões institucionais podem ser caracterizadas como a criação de um ambiente externo às corporações tomando por base os seguintes aspectos:
 - Profusão de códigos de governança corporativa por: instituições multilaterais (Ex.: OCDE); organizações profissionais e instituições do mercado acionário do tipo regulativas (Ex.: CVM) e participativas (Ex.: Fundos de pensão – Previ e Petros);
 - Papel dos investidores institucionais e fundos de investimento: a) maior pró-atividade, no sentido do deslocamento do ativismo isolado para o ativismo em conjunto; b) percepção da necessidade de posturas incisivas nas empresas que tenham participação, no sentido de determinação de regras de gestão, que estejam de acordo com seus interesses;
 - Profusão de códigos próprios de boa governança corporativa, incentivados também pelas entidades civis e organizações multilaterais, como por exemplo a OCDE e o IBGC (Brasil);
 - Atuação mais pró-ativa dos órgãos reguladores do mercado de capitais.

De forma geral, como um dos principais elementos de influência às práticas de governança corporativa, as revisões institucionais caracterizam-se por serem forças externas que, de forma consistente, procuram determinar e incentivar a adoção de práticas de governança que otimizam os quatro valores que dão sustentáculo às práticas empresariais (*fairness* – senso de justiça, *disclosure* – evidenciação, *accountability* – prestação responsável de contas e *compliance* – cumprimento de normas reguladoras).

Verifica-se que o poder coercitivo destes valores fundamenta-se a partir do nível específico de *enforcement*, cujo papel é previsto pelos instrumentos legais estabelecidos pelas revisões institucionais, principalmente em relação aos direitos

dos acionistas. Assim, o poder de *enforcement* estará vinculado à capacidade que as garantias legais terão em ofertar aos acionistas mecanismos de governança corporativa que garantam que seus direitos serão respeitados de forma equânime. Vislumbra-se então que o aparato legal, além do papel de incentivo, funciona como elemento externo de controle que força a adoção de práticas de governança corporativa sustentadas pelos quatro valores que alicerçam estas ações (*fairness, disclosure, accountability e compliance*).

⇒ Fatores determinantes internos

- Mudanças societárias: a) Reestruturações societárias: privatizações, fusões, aquisições, alianças estratégicas, associações e consórcios (impacto de culturas e de gerenciamento); e b) Processos sucessórios: mudanças no controle acionário, acordos de acionistas remanescentes e sucessões familiares;
- Realinhamentos estratégicos: a) Global-localização de empresas; e b) Gestão de alinhamentos: formulação da estratégia, operações e acompanhamento;
- Reordenamentos organizacionais: a) Profissionalização: modelos mais avançados de gestão; b) Reconstituição dos conselhos de administração; c) Clareza na separação de papéis: gestão de patrimônio, gestão de negócios e gestão de valores corporativos; e d) Gestão preventiva: ganância e fraudes.

A partir da diversidade de temas, Andrade e Rossetti (2004) fizeram uma tentativa de síntese dos conceitos de governança corporativa, a qual é apresentada no Quadro 2.

Em relação a cada um dos tópicos descritos no Quadro 2, elencam-se alguns exemplos que reforçam a abrangência do tema, e seus reflexos no ambiente corporativo brasileiro.

Como forma de exemplificar esses reflexos, verifica-se que algumas companhias de capital aberto, como a Suzano³, Gerdau⁴ e Eberle⁵ estão desenvolvendo programas para tornar os funcionários acionistas das empresas (REVISTA BOVESPA, 2004, p. 34). Essas empresas também dão um passo adiante

³ Suzano Papel e Celulose S.A.

⁴ Gerdau S.A.

⁵ Eberle Mundial

em relação às políticas específicas destinadas aos quadros da alta administração, que têm a opção de adquirir papéis (*stock-options*⁶) como parte da remuneração indireta decorrente dos resultados das empresas e da valorização dos papéis negociados em Bolsa. Nesse sentido, concomitantemente aponta-se que “[...] o processo de ampliação do número de minoritários está chegando junto com o aumento dos níveis de governança corporativa das empresas.” (REVISTA BOVESPA, 2004, p. 35). Evidências em termos de pesquisa devem ser identificadas objetivando ofertar elementos mais conclusivos sobre esse fenômeno.

QUADRO 2
Conceitos de governança corporativa: uma tentativa de síntese (continua)

Abrangência e diversidade	<ul style="list-style-type: none"> • Direitos: sistema de gestão que visa preservar e maximizar os direitos dos acionistas, assegurando proteção aos minoritários; • Relações: práticas de relacionamento entre acionistas, conselhos e diretoria executiva, objetivando maximizar o desempenho da organização; • Governo: sistema de governo, gestão e controle das empresas, que disciplina suas relações com as partes interessadas em seu desempenho; • Poder: sistema e estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados; • Valores: sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas; • Normas: Conjunto de instrumentos, derivados de estatutos legais e de regulamentos, que objetiva a excelência da gestão e a
---------------------------	--

⁶ Os planos de *stock-options* caracterizam-se como um dos instrumentos de remuneração e retenção dos executivos de topo utilizados de forma muito freqüente. Consistem na opção de compra das ações da empresa. Ao abrigo destes planos, os titulares recebem um determinado número de direitos de opção de compra de ações a um preço fixo pré-determinado, ocorrendo assim um determinado período de maturidade dos valores mobiliários. Findo este prazo, poderão exercer, ou não, o direito de compra. Exercerão no caso de a cotação das ações ser superior ao preço de compra acordado; a diferença entre ambos os valores é a mais-valia a que terão direito. Estes planos estão enquadrados dentro das políticas de remuneração executiva, que se estabelecem como um mecanismo de governança que procura alinhar interesses de gerentes e proprietários mediante salários, bonificações e recompensas de longo prazo. As *stock-options* tanto podem ser utilizadas como instrumento que vincula o desempenho dos executivos ao desempenho das ações das empresas, quanto podem ser utilizadas como políticas de remuneração dos demais colaboradores das corporações, a título de incentivo a todos os níveis funcionais das empresas.

	proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.
Uma tentativa de síntese	<p>Partindo de um modelo de gestão que define sua abrangência, a governança corporativa é um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Propósitos dos acionistas empreendedores; • O sistema de relações acionistas-conselho-direção; • Maximização da riqueza dos acionistas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim; • Estrutura de regulação e de fiscalização das ações corporativas; • Estrutura consultiva, deliberativa e de comando; • Processo de formulação e execução da estratégia; • Sistemas de gestão, de controle e de aferição de resultados; • Sistemas de informações relevantes às partes interessadas; • Padrões de atendimento aos direitos das partes interessadas; • Sistemas de guardiões de ativos tangíveis e intangíveis.

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p. 25)

Quanto aos padrões de atendimento aos direitos das partes interessadas, observa-se, mesmo que timidamente, o desenvolvimento de uma consciência de partes minoritárias, no sentido de fazerem valer seus direitos. Como exemplo, cita-se o caso da união da Ambev com a belga Interbew (anunciada em março de 2004), onde os acionistas minoritários esboçaram uma reação mais organizada, levando os controladores da empresa a dar explicações públicas sobre a transação (REVISTA BOVESPA, 2004, p. 21). Evidências empíricas teriam de ser construídas para explicar fatos como esse, visto que nesse caso específico, a transação envolveu um grande acionista minoritário em termos de influência nas deliberações das corporações que detêm investimentos, ou seja, a Previ que detinha a quantidade de três bilhões de ações preferenciais da Ambev, e calcula ter perdido R\$ 1 bilhão na transferência de controle.

Apontam-se também estudos que abrangem tanto o sistema de relações acionistas-conselho-direção quanto a estrutura consultiva, deliberativa e de

comando. Nesse sentido, observa-se a presença atuante em termos de estratégia de investimento dos fundos de pensão no Brasil, conforme asseverado por Oliveira e Jesus (2004, p. 10). Os investidores institucionais têm grande capacidade de persuasão e direcionamento das linhas de comando das corporações em que detêm investimento, figurando também como substitutos do estado-empresário nacional, principalmente a partir do processo de desestatização ocorrido nos anos 90.

Carvalho (2004, p. 358) explica que o debate em torno da governança corporativa intensificou-se de forma relevante na última década, à medida que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários mudaram com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, tais como investidores estrangeiros e investidores institucionais.

Em relação aos aspectos de maximização da riqueza dos acionistas, verifica-se um estado latente de estudos junto às companhias e seus acionistas, no sentido de se evidenciar que as boas práticas de governança propagadas ofertam mesmo bons resultados. A título exemplificativo aponta-se a iniciativa da empresa de consultoria norte-americana GovernanceMetrics International-GMI (CAPITAL ABERTO, 2004, p. 34), que decidiu usar a sua base de dados sobre as principais empresas do mundo para quantificar os impactos da governança corporativa no preço das ações. Como poderá ser observado nos Quadros 3 a 7, a pesquisa realizada em 1,6 mil companhias em todo mundo detalha as conclusões da GMI, sendo que os parâmetros apresentam-se alinhados com tudo o que se tem pregado sobre governança, especificamente em relação aos resultados de médio e longo prazos sobre as performances das ações. As conclusões da consultoria demonstram que as ações de empresas com boa e má governança podem, no curto prazo, não se diferenciar entre si; conclui-se também que, no curto prazo, as empresas com piores práticas podem ter desempenhos superiores àquelas que cumprem à risca a cartilha de mandamentos em favor de seus acionistas. Esses resultados, porém, invertem-se a médio e longo prazos, demonstrando que a alta das ações de empresas ruins não se sustenta, enquanto companhias alinhadas com a cartilha oferecem retornos maiores e mais estáveis a seus investidores.

Frisa-se aqui que o estudo acima mencionado guarda uma amplitude mundial, não podendo, evidentemente, alinhar as condições do mercado de capitais brasileiro

com os resultados obtidos. Os resultados desse estudo foram evidenciados como forma de disseminação da amplitude do tema governança corporativa.

QUADRO 3
Classificação Geral da Taxa de Retorno Anual Média (em %)

	Taxa de retorno anual média (em %)					
	1 ano	AV% ⁷ em relação ao Desempenho Global	3 anos	AV% em relação ao Desempenho Global	5 anos	AV% em relação ao Desempenho Global
As 10% melhores	10,5	92,11%	4,5	250%	6,1	160,53%
As 10% piores	3,4	29,82%	-11,2	-622,22%	-3,1	-81,58%
Desempenho Global	11,4	100%	-1,8	100%	3,8	100%

Fonte: Capital Aberto (2004, p. 34) com adaptações.

Conforme observado no Quadro 3, verifica-se que a taxa de retorno anual média (em %) das ações, para as companhias que possuem melhores práticas de governança corporativa, apresenta-se melhor sob a perspectiva de médio e longo prazo, com uma taxa de 4,5% e 6,1% em 3 e 5 anos respectivamente. É demonstrado também que as empresas com piores práticas apresentam uma queda acentuada nesta taxa de retorno comparando-se com o desempenho de curto prazo, ou seja, em 1 ano a taxa é de 3,4%, enquanto que em 3 e 5 anos a taxa é de -11,2% e -3,1% respectivamente.

A análise da performance das ações em relação ao desempenho global também evidencia que a médio e longo prazos ocorre uma sensível melhora, para as empresas enquadradas dentro das melhores práticas de governança corporativa. Em 3 anos, a taxa de retorno corresponde à 250% do desempenho global, e em 5 anos esta taxa representa 160,53%, alcançando um patamar mais acentuado do que a taxa de curto prazo, que em 1 ano representa 92,11%.

⁷ AV% = análise vertical percentual em relação ao desempenho global. Caracteriza-se pela relação entre todos os parâmetros e o parâmetro de desempenho global das companhias. Pode-se estabelecer um indicador maior, menor ou igual a 100%, em função dos parâmetros serem maiores, menores ou iguais ao desempenho global avaliado pela empresa de consultoria.

QUADRO 4
Classificação por Melhores Práticas na Divulgação de Informações

	Taxa de retorno anual média (em %)					
	1 ano	AV% em relação ao Desempenho Global	3 anos	AV% em relação ao Desempenho Global	5 anos	AV% em relação ao Desempenho Global
As 10% melhores	15,8	138,60%	5,2	388,89%	7,6	200%
As 10% piores	4,4	38,60%	-13,1	-727,78%	-4,7	-123,68%
Desempenho Global	11,4	100%	-1,8	100%	3,8	100%

Fonte: Capital Aberto (2004, p. 34) com adaptações.

O Quadro 4 demonstra que as empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor desempenho, tanto a médio quanto a longo prazo, em relação à divulgação de informações. O índice de 5,2% e 7,6%, em 3 e 5 anos respectivamente, é sensivelmente melhor que os índices das empresas com piores práticas de governança, que apresentam índices na faixa de -13,1% e -4,7%, em 3 e 5 anos. Tal fato também é constatado na avaliação em relação ao desempenho global a médio e longo prazos, para as empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa.

Como poderá ser observado nos Quadros 5, 6 e 7, os desempenhos de médio e longo prazo também estão melhores para os seguintes quesitos:

- Desempenho do Conselho de Administração - empresas com melhores práticas de governança corporativa: 4,5% e 4,5% em 3 e 5 anos; empresas com piores práticas de governança corporativa: -9,0% e -2,2% em 3 e 5 anos;
- Classificação do desempenho das empresas por região (América do Norte) – empresas com melhores práticas de governança corporativa: 5,0% e 5,3% em 3 e 5 anos; empresas com piores práticas de governança corporativa: -3,3% e 4,2% em 3 e 5 anos;
- Classificação do desempenho das empresas por região (Europa) – empresas com melhores práticas de governança corporativa: -3,0% e 3,6% em 3 e 5 anos; empresas com piores práticas de governança corporativa: -23,9% e -4,9% em 3 e 5 anos.

QUADRO 5
Classificação por Desempenho do Conselho de Administração

	Taxa de retorno anual média (em %)					
	1 ano	AV% em relação ao Desempenho Global	3 anos	AV% em relação ao Desempenho Global	5 anos	AV% em relação ao Desempenho Global
As 10% melhores	13,3	116,67%	4,5	350%	4,5	118,42%
As 10% piores	4,5	39,47%	-9,0	-500%	-2,2	-57,89%
Desempenho Global	11,4	100%	-1,8	100%	3,8	100%

Fonte: Capital Aberto (2004, p. 34) com adaptações.

QUADRO 6
Classificação por Região (América do Norte)

	Taxa de retorno anual média (em %)					
	1 ano	AV% em relação ao Desempenho Global	3 anos	AV% em relação ao Desempenho Global	5 anos	AV% em relação ao Desempenho Global
As 10% melhores	10,6	67,09%	5,0	384,62%	5,3	91,38%
As 10% piores	16,9	106,96%	-3,3	-253,84%	4,2	72,41%
Desempenho Global	15,8	100%	1,3	100%	5,8	100%

Fonte: Capital Aberto (2004, p. 35) com adaptações.

QUADRO 7
Classificação por Região (Europa)

	Taxa de retorno anual média (em %)					
	1 ano	AV% em relação ao Desempenho Global	3 anos	AV% em relação ao Desempenho Global	5 anos	AV% em relação ao Desempenho Global
As 10% melhores	2,7	150%	-3,0	30%	3,6	1.800%
As 10% piores	-3,0	-166,67%	-23,9	-239%	-4,9	-2450%
Desempenho Global	1,8	100%	-10,0	100%	-0,2	100%

Fonte: Capital Aberto (2004, p. 35) com adaptações.

1.5.1 Delimitação do problema de pesquisa

Conforme apontado por De Paula (2003, p. 13): “Tendo em vista a grande diversidade de temas relacionados à governança corporativa, é conveniente aglutina-los em três dimensões principais: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas.”

As políticas públicas, para esta pesquisa, poderão ser visualizadas sob as quatro dimensões apresentadas na Figura 6 e, em sentido mais restrito, vislumbradas como as leis (criadas ou reformuladas) que regulamentam o mercado de capitais no Brasil. De forma específica, buscar-se-á sempre se pautar pelo conteúdo disposto na Lei 10.303/2001.

A partir dessa caracterização inicial, pode-se delimitar o foco principal da pesquisa como sendo a descrição do papel das políticas públicas em face de sua importância como uma das dimensões de governança corporativa. A partir dessa descrição, será possível estabelecer a característica principal do problema evidenciado conforme a pergunta de pesquisa elaborada abaixo.

A necessidade de se avaliar o impacto da reforma à Lei n.º 6.404/76, materializada pelo conteúdo da Lei n.º 10.303/2001, em relação principalmente à questão da proteção aos acionistas minoritários faz-se presente, levando-se em consideração a importância vinculada às medidas legais de ordenamento das relações societárias estabelecidas no mercado de capitais do Brasil.

Com base nessa afirmação, também procurar-se-á avaliar qual a contribuição da Lei n.º 10.303/2001 para o aumento do ativismo dos acionistas minoritários das companhias brasileiras, em face dos possíveis problemas em seus dispositivos relacionados à proteção desses acionistas.

Para Monks (1998, p. 162):

De forma distinta, o ativismo dos acionistas minoritários foi responsável pelo incremento na competitividade das companhias americanas na última década. Uma lista de companhias americanas de grande renome foram influenciadas por esses acionistas – General Motors, IBM, Estman Kodak, Westinghouse e Sears Roebuck. Além disso, os fundos de pensão caracterizados como ativistas foram agraciados com mais confiança pelos investidores, do que aqueles não ativistas.

Tomando por base essas afirmações, concebe-se que a postura ativista dos acionistas minoritários pode ser caracterizada como uma postura que possui as seguintes qualidades, enumeradas de forma pontual:

- Postura que busca aproximar de forma efetiva o trinômio: acionistas-conselhos-direção executiva;
- Tendência a ser eficaz no equilíbrio de interesses, pela exposição de práticas danosas; mobilização de partes interessadas e intervenção de proprietários e órgãos reguladores nas companhias;
- Busca de aperfeiçoamento dos processos de governança nas empresas, pela intervenção direta e indireta nos conselhos de administração; participação efetiva nas assembléias e maior interesse nos rumos da companhia.

A Figura 7 esquematiza as influências que uma postura ativista dos acionistas podem exercer em relação à continuidade das companhias, respaldando portanto a proposta de pesquisa fundamentada na avaliação desse ativismo⁸. Verifica-se que a postura ativa dos acionistas procura estabelecer a harmonização entre o interesse público e privado, fazendo com que a melhoria da performance corporativa agregue valor às entidades, colaborando também para que seja resguardada a continuidade (perenidade) dos negócios, principalmente em relação aos resultados de longo prazo.

⁸ Deverá se levar em conta que o sentido do termo ativista não deve ser confundido com uma derivação de ativos fundamentada na teoria da contabilidade. A palavra ativista, para esse estudo, agrega todas as ações efetivas dos acionistas perante a condução dos negócios nas companhias, principalmente em relação à exigência do cumprimento dos seus direitos. Portanto, ratifica-se que o termo ativista está sendo empregado nesse trabalho com o objetivo de se denotar esta participação efetiva em qualquer companhia na qual estes acionistas detém algum tipo de participação acionária.

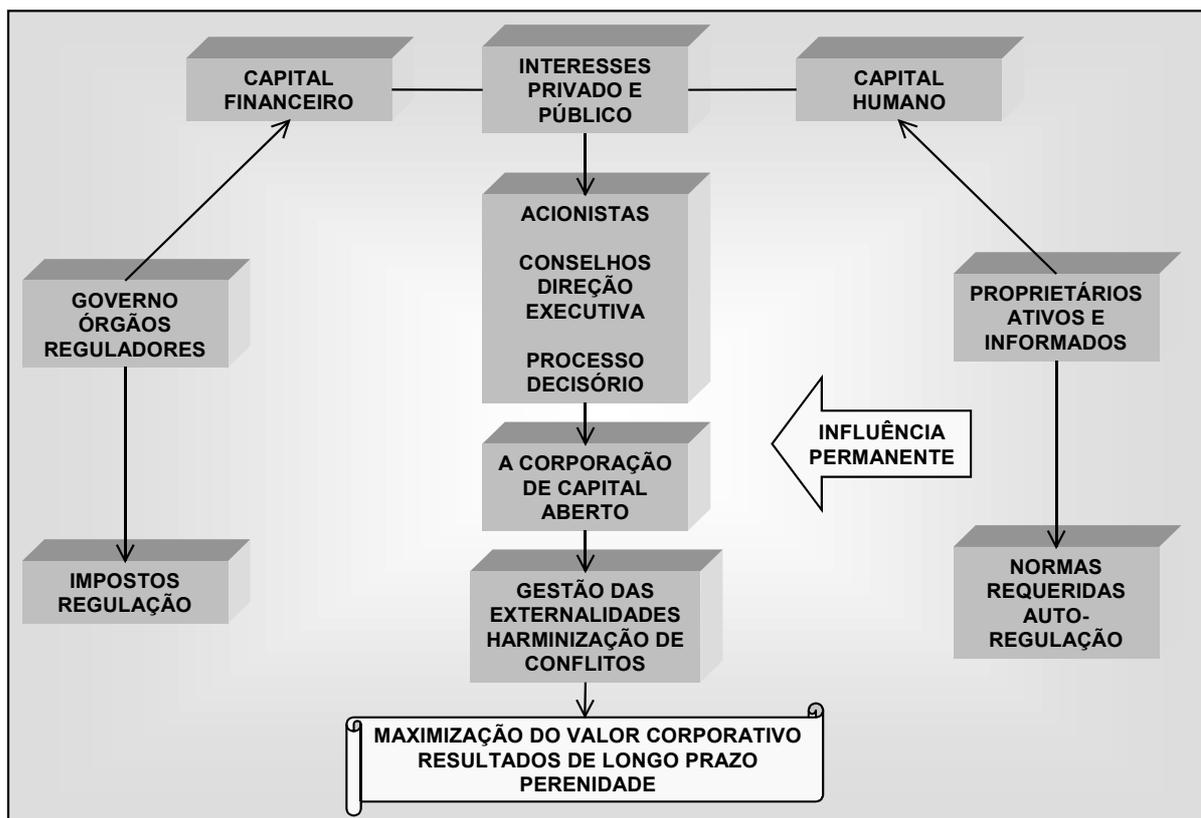


Figura 7 – Relação ativismo dos acionistas *versus* continuidade (perenidade) dos negócios.

Fonte: O autor, adaptado de Andrade e Rossetti (2004, p. 67).

1.6 Objetivos

1.6.1 Objetivo geral

Trata-se de uma pesquisa de campo no qual o objetivo principal é a análise de uma das dimensões específicas do tema governança corporativa, qual seja as políticas públicas específicas que visam criar o aparato necessário para a minimização de conflitos de interesses característicos do mercado de capitais nacional. Para Leal e Saito (2003, p. 5):

As práticas de governança no Brasil, decorrentes de nosso ambiente legal, têm conseqüências importantes para a forma de financiamento das empresas, denotando então amplas possibilidades de estudos e pesquisas para aferir as influências desse ambiente em relação à minimização desses conflitos.

Neste sentido, e tomando por base as afirmações dos autores, o ambiente legal a ser avaliado refere-se à reforma da Lei 6.404/76, por interseção da Lei 10.303/2001, tendo como elemento norteador os aspectos relacionados à proteção aos acionistas minoritários, principalmente os estabelecidos pelo exercício do direito de voto nas companhias que detém participação acionária.

Para este estudo, os acionistas minoritários podem ser caracterizados conforme a explicação de Prado (2004, p. 9):

De fato, para a caracterização de um acionista minoritário, não se pode adotar o critério quantitativo, isto é, não é correto verificar simplesmente o percentual de participação no capital social e, para ser coerente com a terminologia, concluir que os majoritários são os detentores de cinquenta por cento mais um e minoritários, os restantes. Aqueles que não têm o poder de influenciar nas decisões da companhia são considerados minoritários, ainda que representem participação majoritária no capital social.

Este fenômeno se deve a algumas peculiaridades presentes na estrutura de capital das sociedades anônimas, quais sejam: a) Possibilidade de pulverização de capital, especialmente as sociedades cotadas em bolsas de valores; b) Presença de acionistas minoritários não ativistas na condução dos negócios das companhias; e c) Previsibilidade legal de emissão de ações destituídas de direitos de voto (ações preferenciais).

1.6.2 Objetivos específicos

Para Chacon et al. (2004, p. 102), “Os objetivos específicos funcionam como meios que conduzirão à explicação do objetivo geral nos estudos científicos.” Em função disso e, diante da grande amplitude do tema, estabeleceram-se alguns quesitos pontuais que, à medida que se caminha no processo descritivo do objeto de estudo, verifica-se a necessidade de uma contextualização mais aprofundada, objetivando o entendimento da função pré-determinada como objetivo principal de investigação nesse trabalho. Abaixo, relata-se os objetivos específicos que serão discutidos:

- Apresentar a diversidade de conceitos de governança corporativa;
- Elencar os marcos construtivos da governança corporativa;
- Abordar as questões centrais da governança corporativa;
- Frisar o conceito de políticas públicas como uma das dimensões de governança corporativa, apresentando as características desse conceito no Brasil;
- Apresentar o ambiente externo da governança corporativa no Brasil, tendo como foco básico a influência das políticas públicas, e foco delimitado a análise da influência da reforma à Lei 6.404/1976 em relação ao ativismo dos acionistas minoritários;

- Apresentar os aspectos relacionados aos fatores de convergência que, também no Brasil, influenciam as tendências relacionadas ao conjunto de relações estabelecidas pelas práticas de governança.

1.7 Justificativa para o estudo

A pesquisa se justifica pelo fato de demonstrar à sociedade elementos mais específicos da avaliação da reforma da Lei 6.404/76, materializada pela Lei 10.303/2001, visto a mesma ter sido concebida como elemento relevante no processo de desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil, e também se caracterizar como instrumento de políticas públicas.

No intuito de se estabelecer um conceito de políticas públicas que se enquadre de forma mais adequada nos propósitos desse estudo, buscou-se de forma primária um conceito fundamentado no direito administrativo, determinado por Bucci (2002, p. 241):

Políticas públicas são programas de ação governamental visando a coordenar os meios à disposição do estado e as atividades privadas, para a realização dos objetivos socialmente relevantes e politicamente determinados.

Sob esse enfoque, o estudo buscará estabelecer relações entre a renovação no aparato legal e os seus reflexos em relação aos seguintes aspectos: a) nível de proteção aos direitos dos acionistas minoritários; e b) nível do seu ativismo frente à condução dos negócios das companhias abertas. Em termos de justificativa, a pesquisa adquire relevância em termos de informação social, colaborando também para incentivar outros estudos acerca da área temática apresentada. Diferencia-se também de outros estudos produzidos sob a reforma à Lei 6.404/76 por dois motivos básicos: 1) Enquadramento do aparato legal dentro do contexto de políticas públicas e, por conseguinte, como dimensão do tema governança corporativa; e 2) Análise empírica das principais questões relacionadas à alteração na Lei 6.404/76 e seu impacto frente à proteção aos acionistas minoritários.

Lima e Terra (2004, p. 2) classificam a importância da proteção aos acionistas minoritários da seguinte forma:

A proteção aos minoritários, por sua vez, é uma questão central para a governança corporativa, uma vez que o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais e os financiamentos de novos projetos das empresas deveriam, em tese, ter no acionista minoritário uma alternativa acessível de captação de recursos.

Doidge, Karolyi e Stulz (2004, p. 38) asseveram em sua análise o seguinte: “[...] a proteção ao investidor garantida pelo estado é um importante fator determinante de governança, e então os níveis de desenvolvimento econômico e financeiro são melhores nos países com maior proteção legal”. Assim sendo, pode-se aduzir a relevância de se avaliar o aparato legal como mecanismo de governança corporativa.

1.8 A delimitação do estudo

O estudo será fundamentado na coleta de dados, por intermédio do setor de relacionamento com investidores, junto a todas as empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA na data base de 14 de março de 2005, data do efetivo levantamento dessas empresas no *site* (página da internet) da entidade.

As companhias financeiras não foram consideradas por estarem vinculadas a um aparato legal que extrapola o universo das Leis n.º 6.404/1976 e n.º 10.303/2001, isto é, por possuírem marcos regulatórios emanados das resoluções do Banco Central do Brasil e Conselho Monetário Nacional. Neste sentido, a inclusão destas empresas certamente requereria o aprofundamento no estudo da legislação aplicada a elas o que, de certa forma, fugiria ao foco já delimitado desta pesquisa, qual seja o de se avaliar a reforma da Lei 6.404/1976 como política pública que influencia os processos de governança nas companhias.

De forma complementar, também serão coletados dados junto aos Fundos de Pensão (investidores institucionais), caracterizados como elementos que também possuem interesse nos processos de governança corporativa. Apesar destas entidades também estarem atreladas a marcos regulatórios diferenciados, elas apresentam uma característica peculiar relacionada ao seu ativismo junto à direção das companhias, caracterizando-as como acionistas que têm interesse nos reflexos que a reforma da legislação societária provocou e provoca na condução dos negócios das empresas em que eles detêm participação acionária.

A título elucidativo deste interesse, pode-se citar um exemplo de aumento do ativismo dos investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro, a partir da iniciativa da Previ de iniciar uma campanha pela instauração do conselho fiscal permanente, nas 102 companhias que possui participações relevantes.

Conforme apontado por Vieira e Niero (2005), esta ação ativista da Previ começou com o envio às companhias que tem participação relevante de uma carta propondo a instalação de conselhos fiscais permanentes, por entender que a instalação do conselho fiscal seja mais adequada do que sua substituição pelo comitê de auditoria.

A visão do fundo de pensão se respalda no fato de que o conselho fiscal permanente tem a presença de conselheiros indicados pelos acionistas minoritários, indicação esta não prevista nos comitês de auditoria.

Apesar da iniciativa, Vieira e Niero (2005) apontam que os resultados deste ativismo da Previ ainda estão aquém do esperado, enunciando que das 102 companhias, apenas 4 companhias aceitaram imediatamente a proposta. Quanto às outras empresas, muitas usam o argumento de que o próprio controlador é quem toma a iniciativa de instalar o conselho fiscal, usando isto como motivo para não torna-lo permanente. Mesmo assim, pode-se inferir que a resposta não satisfatória das companhias não tira o mérito do investidor institucional de fazer valer seu poder ativista, contribuindo de forma exemplar para a busca da melhoria no tratamento dos investidores minoritários.

Outro exemplo da participação ativista dos fundos de pensão é apontado por Aguillar (2004), onde o mesmo verificou que no ano de 2004 o mercado de capitais brasileiro deu sinais de aumento na reação dos acionistas minoritários, principalmente daqueles que detém no mínimo 5% de participação no capital das companhias. Estes agentes são em sua maioria compostos por investidores institucionais (fundos de pensão e gestores de recursos), cuja força em relação a algumas práticas dos controladores aponta para um incremento do seu ativismo.

Verifica-se que os acionistas minoritários, especificamente os fundos de pensão, estão procurando avaliar qualquer imprudência praticada pelos controladores, bem como acompanhar as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias (AGUILLAR, 2004).

Pode-se apontar o caso do questionamento da operação entre a companhia Ambev e a belga Interbrew, também por parte do fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil (Previ), que detinha 14% das ações preferenciais da cervejaria Ambev. Este acordo, conforme noticiado, provocou uma desvalorização nas ações

da cervejaria brasileira, com perdas para a Previ e diversos acionistas minoritários. Neste caso, a reclamação fundamenta-se no provável abuso de poder dos controladores da companhia, por meio de uma reestruturação societária que beneficiaria exclusivamente os acionistas controladores.

A princípio, percebe-se que o aumento do ativismo dos acionistas minoritários estaria vinculado primeiramente à propagação das práticas de governança corporativa pelas companhias, visto que os processos que estabelecem as relações societárias tornaram-se mais claros e transparentes, principalmente para esta parcela de investidores.

Assim, acredita-se que a coleta de dados junto às companhias não financeiras, e junto aos fundos de pensão, poderá contribuir de forma satisfatória na resposta ao problema de pesquisa proposto.

1.9 Proceder metodológico

Em face da característica da pesquisa – pesquisa descritiva – que tem como finalidade principal tanto a descrição de uma dimensão específica do tema governança corporativa, como a descrição dos reflexos das mudanças no aparato legal que regem as relações societárias no mercado de capitais brasileiro, será utilizado o método dedutivo, utilizando-se da tipologia de pesquisa bibliográfico-documental.

O instrumento de pesquisa para coleta de dados a ser utilizado será o questionário, uma das técnicas que podem ser aproveitadas em pesquisas que se caracterizam como levantamento de campo, valendo-se do universo de companhias anteriormente delimitado.

Objetivamente optou-se pela utilização deste instrumento de pesquisa em função da tentativa de se angariar o maior número de dados que, especificamente, auxiliarão na busca à resposta do problema de pesquisa proposto, não desmerecendo evidentemente as outras técnicas que podem ser utilizadas em pesquisas de campo, como a coleta sistemática de dados a partir de observações, entrevistas e formulários.

Colaborando para a justificativa da escolha do instrumento de pesquisa, ponderou-se por se enumerar as vantagens da utilização do questionário, apontadas por Marconi e Lakatos (2002, p. 98-99):

- Economia de tempo, viagens e possibilidade de obtenção de grande número de dados;
- Atinge maior número de pessoas de forma simultânea;
- Abrange uma área geográfica mais ampla;
- Economia de pessoas, tanto em treinamento quanto em trabalho de campo;
- Obtenção de respostas mais rápidas e precisas;
- Há maior liberdade nas respostas, em razão do anonimato;
- Há mais segurança, pelo fato de as respostas não serem identificadas;
- Há menos riscos de distorção, pela não influência do pesquisador;
- Há mais tempo para responder e em hora mais favorável;
- Há mais uniformidade na avaliação, em virtude da natureza impessoal do documento;
- Obtenção de respostas que materialmente seriam inacessíveis.

Como limitação da ferramenta de pesquisa escolhida, elenca-se as suas respectivas desvantagens, apontadas pelas mesmas autoras:

- Baixo percentual de retorno dos questionários enviados;
- Grande número de perguntas sem as devidas respostas;
- Impossibilidade de aplicação a pessoas analfabetas;
- Impossibilidade de auxiliar o informante em questões mal compreendidas e porventura mal elaboradas;
- A dificuldade de compreensão, por parte dos informantes, leva a uma uniformidade disfarçada;
- Na leitura de todas as perguntas, antes da efetiva resposta, uma questão pode influenciar a outra;
- A devolução tardia pode prejudicar o cronograma de pesquisa, ou a própria utilização do questionário;

- O desconhecimento das circunstâncias em que foram preenchidos torna difícil o controle e a verificação;
- Nem sempre é o escolhido quem responde ao questionário, invalidando, portanto, as questões;
- Exigência de um universo de pesquisa mais homogêneo.

Dentre as vantagens acima enumeradas, pode-se dizer que a utilização do questionário neste estudo possibilitou principalmente a obtenção de respostas junto a um universo que pessoalmente seria inacessível, bem como uma maior uniformidade na avaliação e tratamento dos dados, em face da impessoalidade presente no documento encaminhado aos respondentes.

Em relação às desvantagens, destacam-se de forma relevante a impossibilidade de se auxiliar o respondente nas questões porventura mal compreendidas devido a falhas na elaboração e, principalmente a devolução tardia das respostas, prejudicando o cronograma da pesquisa sem comprometer as conclusões e tratamento dos dados coletados.

1.10 Estrutura da dissertação

De maneira inicial, o estudo está dividido da seguinte forma:

- **Capítulo 1:** introdução; apresentação; caracterização e delimitação do problema de pesquisa; enumeração do objetivo principal e dos objetivos específicos; e definição da metodologia de pesquisa;
- **Capítulo 2:** descrição contextualizada da governança corporativa no Brasil;
- **Capítulo 3:** embasamento das políticas públicas como forças de controle externas de governança corporativa por intermédio da descrição dos seguintes elementos: reforma à Lei n.º 6.404/76; principais códigos de governança corporativa instituídos no contexto brasileiro; papel dos investidores institucionais como sujeitos ativos dos processos de governança corporativa; descrição dos fatores de convergência funcional e legal de governança corporativa.
- **Capítulo 4:** apresentação dos resultados da pesquisa, com respectiva análise dos dados evidenciados;
- **Capítulo 5:** considerações finais acerca dos resultados apontados na pesquisa.

2 A contextualização da governança corporativa no Brasil

2.1 Marcos construtivos de governança corporativa

Para Andrade e Rossetti (2004, p. 56) os três marcos construtivos da governança corporativa moderna fundamentam-se nos seguintes pressupostos:

- O ativismo pioneiro de Robert Monks;
- O relatório Cadbury;
- Os princípios da OCDE.

Esses três pilares estão extremamente inter-relacionados e, por conseguinte, auxiliam no entendimento do papel das políticas públicas como elemento influenciador das atuais práticas de governança corporativa em níveis mundiais e também em nível nacional. Observar-se-á que os tripés construtivos da governança corporativa influenciam a concepção dimensionada das políticas públicas, visto que abrangem a necessidade do aparato legal, do importante papel das entidades regulatórias do mercado de capitais, do incentivo à adesão aos códigos voluntários de governança corporativa e, por fim, da necessidade de ofertar aos investidores institucionais condições para que influenciem ativamente a gestão das companhias, no sentido de serem mais ativos nos processos de governança.

O Quadro 8 apresenta um resumo desdobrado dos pressupostos contidos nos três marcos construtivos, de maneira a se visualizar suas influências em relação ao papel das políticas públicas como tema de governança corporativa.

Robert Monks caracterizou-se como um ativista pioneiro que modificou o curso da governança corporativa nos Estados Unidos. Seu trabalho foi centrado especificamente nos direitos dos acionistas e os mobilizou para que passassem de elementos passivos para elementos ativos nos processos de gestão das corporações. Como ativista, trabalhou no sentido de resguardar dois valores caracterizados como fundamentais para a boa governança: 1) *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade legal, especialmente a relacionada aos direitos dos minoritários passivos). De forma clara, o mesmo contribuiu de forma relevante para evidenciar que a boa governança está relacionada à prosperidade da sociedade como um todo.

QUADRO 8
Os três marcos construtivos da governança corporativa: motivações e desdobramentos

As motivações	Os desdobramentos
<p>1 – O ativismo pioneiro de Robert Monks</p> <ul style="list-style-type: none"> - Divórcio entre proprietários-executivos; - Aproximação efetiva acionistas-conselhos-direção; - Exposição de práticas danosas; - Mobilização de acionistas e órgãos reguladores; - Monitoramento e intervenção nas empresas; - Envolvimento efetivo dos proprietários; - Mobilização dos investidores institucionais. 	<p>1 - Difusão e adoção, em escala global, das melhores práticas de governança corporativa</p> <ul style="list-style-type: none"> - Países desenvolvidos membros da OCDE; - Países emergentes: Ásia, América Latina e África; - Países em transição político-institucional. - Instituições: autoridades reguladoras; mercado de capitais; investidores institucionais; associações de investidores e agências de <i>rating</i> corporativo.
<p>2 - O Relatório Cadbury</p> <ul style="list-style-type: none"> - Foco nos aspectos financeiros da governança corporativa; - Questões-chave: a) responsabilidade de conselheiros e executivos-chefe; b) análise do desempenho e informações para acionistas; c) frequência e clareza nas prestações de contas; d) constituição de comitês de auditoria; e e) interação acionistas-conselheiros-auditores-executivos. - Definição de um código de melhores práticas. 	<p>2 - Difusão e adoção, em escala global, das melhores práticas de governança corporativa</p> <ul style="list-style-type: none"> - Países desenvolvidos membros da OCDE; - Países emergentes: Ásia, América Latina e África; - Países em transição político-institucional. - Instituições: autoridades reguladoras; mercado de capitais; investidores institucionais; associações de investidores e agências de <i>rating</i> corporativo.
<p>3 – Os princípios da OCDE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Relações entre boa governança e: a) desenvolvimento do mercado de capitais; b) crescimento das corporações; e c) desenvolvimento das nações; - Extensão do escopo da governança corporativa: de modelos <i>shareholder</i> para modelos <i>stakeholder</i>; - Definição de regras para conflitos de agência; - Sugestão de princípios para elaboração de códigos de melhores práticas tanto para países membros, quanto para países não membros. 	<p>3 - Difusão e adoção, em escala global, das melhores práticas de governança corporativa</p> <ul style="list-style-type: none"> - Países desenvolvidos membros da OCDE; - Países emergentes: Ásia, América Latina e África; - Países em transição político-institucional. - Instituições: autoridades reguladoras; mercado de capitais; investidores institucionais; associações de investidores e agências de <i>rating</i> corporativo.

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p. 57) com adaptações.

Verifica-se que o Relatório Cadbury fundamentou-se nos dois outros pilares da boa governança: 1) *accountability* (prestação responsável de contas); e *disclosure* (maiores níveis de transparência) – com focos específicos em aspectos financeiros e nos papéis definidos dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos.

Como último marco construtivo da governança corporativa, faz-se necessário a descrição de sua relevância por intermédio da visão de Andrade e Rossetti (2004, p. 58):

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE – contribuiu para a ampliação dos conceitos de boa governança, evidenciando seus elos específicos de ligação com o processo de desenvolvimento econômico das nações. Como instituição multilateral, concebe-se que o seu envolvimento na proposição de códigos voluntários de práticas de governança corporativa, fez com que as corporações passassem a enxergar as práticas de gestão mais confiáveis como fatores de atração para futuros investidores nos mercados de capitais, mediante inclusive a redução dos custos de captação de recursos, contribuindo também para o desenvolvimento das economias.

2.2 Questões centrais da governança corporativa

Estabelece-se que a não existência de um modelo unitário de governança corporativa pressupõe que existam uma série de influências para os processos de governança resultantes de: valores relacionados com a cultura e ideologia das nações; aspectos econômicos; estágios de desenvolvimento empresarial; processos de maior ou menor alcance em relação aos agentes envolvidos; e as diferentes composições de controle das corporações.

Apesar desses elementos influenciarem os diferentes processos de governança, apontam-se cinco questões-chave de governança corporativa que se correlacionam diretamente com os diferentes processos de governança em termos mundiais e, por conseguinte, em termos de mercado de capitais nacional, sendo elas:

- Os conflitos de agência;
- Os custos de agência;
- Os direitos assimétricos;
- O equilíbrio de interesses de *stakeholders*;
- As forças de controle (internas e externas).

Trazendo para o contexto brasileiro, o estudo das influências das questões centrais de governança corporativa estará delimitado à análise das dimensões relativas aos conflitos de agência, bem como da avaliação da relação existente entre as forças de controle externas e as políticas públicas, em função de sua importância no delineamento dos processos corporativos no país.

2.2.1 Os problemas de agência

Primeiramente será estabelecida uma descrição sucinta da teoria da agência, no sentido de não se comprometer o entendimento dos seus respectivos conflitos, evidentemente dimensionados para o contexto brasileiro.

A sistematização da teoria da agência foi apresentada de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976), que evidenciaram que os problemas de agência provenientes do conflito de interesses são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre agente-principal.

Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976, p. 5) definem da seguinte forma a relação de agência:

Define-se uma relação de agência como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Verifica-se que a hipótese fundamental para a teoria da agência respalda-se no fato de os agentes e o principal serem pessoas diferentes a partir de suposições da natureza humana citadas por Jensen e Meckling (1994, p. 3), dimensionadas segundo os seguintes modelos de comportamento para os indivíduos: a) modelo maximizador e habilidoso; b) modelo econômico; c) modelo sociológico; d) modelo psicológico; e e) modelo político.

Partindo-se desses modelos, os autores propõe um modelo simplificado para o entendimento do comportamento humano, sob a égide de que nenhum indivíduo na realidade deseja maximizar algo que efetivamente não lhe pertence, fazendo com que seu comportamento busque a satisfação de seus próprios interesses e objetivos, estabelecendo, portanto, o terreno e ambiente fundamentais para a teoria da agência, ou seja, as divergências entre os desejos do agente principal (outorgante) e o agente outorgado.

Carvalho (2002, p. 20) explana o seguinte:

Muito da literatura sobre governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser feita em benefício deles. O predomínio, por décadas, da visão descrita por Berle e Means (1932), segundo a qual as grandes empresas modernas possuem propriedade acionária dispersa, moldou o debate sobre a governança corporativa: o grande problema de agência era visto como o conflito entre administradores (agente) e acionistas (principais). O oportunismo consistiria de decisões de administradores que não visassem a maximização do valor das ações. Dentro desse paradigma, boa governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não-acionistas) a proteger os interesses dos acionistas.

De maneira mais bem fundamentada, e buscando-se contextualizar os problemas de agências vinculados à realidade do Brasil, Carvalho (2002, p. 20) completa da seguinte forma:

Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Em tal situação, há mudança no paradigma de governança corporativa: a boa governança não mais consiste em proteger o interesse dos acionistas, mas em evitar que os acionistas controladores expropiem os minoritários.

Por último, vale acrescentar o destaque dado por Carvalhal (2004, p. 349):

Pode haver um problema de agência entre a administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Nesse sentido, percebe-se o deslocamento do problema de agência para uma perspectiva de dilapidação dos direitos dos acionistas minoritários por intermédio dos acionistas majoritários, característica pertinente dos mercados de capitais com maior concentração acionária, como o do Brasil.

No intuito de se ratificar a característica da estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto, apontam-se os resultados evidenciados por Leal, Carvalhal e Valadares (2002, p. 13-15), que denotam basicamente três características básicas:

- Alto grau de concentração do capital votante, sendo que a empresa é controlada, em média, por seus três maiores acionistas. Verifica-se também que 84% do capital votante nas empresas está concentrado nas mãos dos cinco maiores acionistas, conforme pode ser verificado na Tabela 1;

- Indicação da utilização de estruturas piramidais para se manter o controle com investimentos reduzidos nas companhias, apontando para a existência das seguintes características: a) separação entre propriedade e gestão; e b) falta de utilização da regra “uma ação – um voto”. Estes dados podem ser mais bem visualizados na Tabela 2;
- A utilização da estrutura piramidal não denota o esforço para distanciamento da regra “uma ação – um voto”, visto que a participação de forma indireta no capital votante é mais alta que 50% na maioria dos casos, conforme apontado pela Tabela 3.

Tabela 1
Composição Acionária Direta das Companhias
Composição Acionária Direta Média (Mediana) de
225 Companhias Brasileiras Listadas na
Bolsa de Valores de São Paulo no Final de 1998

Descrição	Companhias com um acionista majoritário (155)		Companhias sem um acionista majoritário (70)		Total da Amostra (255)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior	74% (75%) ⁹	53% (50%)	31% (30%)	22% (18%)	61% (59%)	43% (37%)
3 Maiores	86% (89%)	62% (60%)	65% (69%)	44% (43%)	79% (84%)	56% (55%)
5 Maiores	87% (90%)	62% (62%)	76% (78%)	49% (48%)	84% (88%)	58% (59%)

Fonte: Leal, Carvalho e Valadares (2002, p. 13).

A avaliação dos dados apresentados na Tabela 1 demonstra que das 225 empresas brasileiras listas na Bolsa de Valores de São Paulo no final de 1998, 155 (69%) tinham um único acionista majoritário, detentor de mais de 50% do capital votante. Esse acionista possuía uma média de 74% do capital votante, sendo que a mediana perfazia o total de 75% do capital votante.

Em relação às companhias cujo controle não estava centrado nas mãos de um único acionista (70 empresas), ou seja, sem a presença de um acionista

⁹ Os valores apresentados entre parênteses referem-se às medianas da amostra utilizada pelos autores. A amostra incluiu instituições financeiras e não financeiras, e refere-se a 225 companhias não controladas pelo governo no ano de 1998. Estas empresas representavam aproximadamente 70% da capitalização do mercado total da Bovespa e mais de 90% da capitalização das empresas não controladas pelo governo na Bovespa.

majoritário, o maior acionista possuía, em média, 31% do capital votante, acima, portanto, do valor da mediana (30%). Denota-se então que, mesmo que um único acionista não detivesse a maioria dos votos, o maior acionista detinha uma parcela relativamente considerável deles. Verificando-se a amostra como um todo (225 companhias), o maior acionista, os três maiores acionistas e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 61%, 79% e 84% do capital votante, respectivamente.

Conclui-se então que, em relação à composição acionária direta, existia uma alta concentração do capital votante, com respectiva separação entre propriedade e controle, em função da diferença considerável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Como exemplo desta situação, pode-se visualizar que para a amostra total, o maior acionista detinha 61% do capital votante com apenas 43% do capital total. Esta diferença cresce à medida que se analisa o posicionamento dos três e cinco maiores acionistas das companhias.

Tal situação de separação de controle e propriedade estabelece-se em razão da emissão de ações sem direito a voto, permitindo que os maiores acionistas mantivessem o controle sem uma participação mais relevante no capital das companhias.

Tabela 2
Composição Acionária Indireta das Companhias
Composição Acionária Indireta Média (Mediana) de
225 Companhias Brasileiras Listadas na
Bolsa de Valores de São Paulo no Final de 1998

Descrição	Companhias com um acionista majoritário (155)		Companhias sem um acionista majoritário (70)		Total da Amostra (255)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior	55% (54%)	37% (31%)	34% (29%)	23% (18%)	48% (47%)	33% (26%)
3 Maiores	71% (76%)	48% (45%)	61% (62%)	40% (37%)	68% (71%)	46% (43%)
5 Maiores	75% (79%)	50% (49%)	70% (74%)	46% (41%)	73% (78%)	49% (47%)

Fonte: Leal, Carvalho e Valadares (2002, p. 15).

A avaliação dos dados apresentados na Tabela 2 evidencia que nas 225 empresas analisadas a propriedade indireta é mais diluída que nas participações acionárias diretas. De forma comparativa, a propriedade indireta indica que o maior acionista majoritário possuía, em média, 74% do capital votante e 53% do capital total, diminuindo para 55% do capital votante e 37% do capital total na configuração de propriedade indireta.

Fato interessante ocorre quando a companhia não possuía um único acionista majoritário, visto que os percentuais na participação acionária indireta aumentam de 31% (capital votante-propriedade direta) e 22% (capital total-propriedade direta) para 34% (capital votante) e 23% (capital total). Conforme Leal, Carvalho e Valadares (2002, p. 15):

Este fato pode indicar a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa. Se essa estrutura piramidal ocorre em alguns níveis, a separação entre propriedade e controle e também o afastamento da regra uma ação – um voto torna-se ainda maior.

Tabela 3
Participação Indireta dos Controladores

Há estrutura indireta?	Acionista mantém o controle?	Participação direta do acionista controlador		Participação indireta do acionista controlador	
		Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Sim	Não (53)	75%	54%	26%	16%
	Sim – Concentração (15)	64%	40%	81%	51%
	Sim – Manutenção (17)	74%	52%	74%	52%
	Sim – Diversificação (36)	77%	54%	59%	35%
	Sim – Todos (68)	73%	50%	68%	43%
	Média Sim e Não	74%	52%	50%	31%
Não (34)	Mesma composição	74%	56%	74%	56%

Fonte: Leal, Carvalho e Valadares (2002, p. 16).

A partir dos dados da Tabela 3, observa-se que houve uma classificação das 155 companhias com um acionista majoritário para efeito de avaliação da participação deste acionista no controle destas empresas. Da divisão destas empresas pode-se enumerar as seguintes considerações, a partir da diferenciação em três grupos distintos:

- O primeiro grupo, formado por 53 empresas, são classificadas como companhias onde o controle não é mantido indiretamente, ou seja, não existe um único acionista com mais de 50% do capital votante;
- O segundo grupo, formado por 68 empresas, são classificadas como companhias onde existem as pirâmides com manutenção de controle, ou seja, em todos os níveis há presença de um acionista com mais de 50% do capital votante. Houve uma subdivisão neste grupo, indicando 15 empresas com concentração de capital, 17 empresas onde a participação no capital é mantida e 36 empresas onde a participação no capital é reduzida;
- O terceiro grupo, formado por 34 empresas, caracterizam-se por companhias onde não há utilização da estrutura piramidal, visto que as participações direta e indireta têm a mesma composição.

A partir desta divisão inicial, conclui-se que os dados podem indicar que a utilização de estruturas piramidais não seja um mecanismo comum de manutenção do controle destas companhias. Para Leal, Carvalho e Valadares (2002, p. 15):

Das 121 empresas onde existe estrutura piramidal e onde as participações direta e indireta são diferentes, apenas 36 (30%) têm um acionista que mantém o controle com redução no percentual do capital investido. Na média, enquanto o acionista majoritário garante o controle com 54% do capital total da empresa, indiretamente a participação média no capital é de 35%. Em 53 empresas (44%), o acionista majoritário não mantém o controle indiretamente.

2.2.2 Os problemas de agência nas empresas familiares

Em relação aos conflitos de agência, tem-se a necessidade de estabelecer uma diferenciação clara em relação às características de empresas familiares e as empresas de capital altamente concentrado, especificamente no caso brasileiro, onde tais companhias se mostram presentes.

Aponta-se primeiramente uma diferenciação do Brasil em relação aos Estados Unidos quanto à estrutura de propriedade das empresas, visto que em nível nacional as empresas apresentam uma forte concentração de capital, em detrimento das empresas norte-americanas, caracterizadas por estruturas de propriedade dispersas.

Verifica-se que houve um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras com a abertura de mercado e o Programa Nacional de Desestatização conduzido pelo governo brasileiro na década de 90, alterando substancialmente a configuração das empresas, reduzindo a presença do estado com as privatizações. Apesar disso, o mercado brasileiro continuou contando com a expressiva presença de empresas familiares que passaram a se defrontar com um ambiente mais competitivo.

Siffert Filho (1998, p. 21) enfatiza alguns tipos de pressão que as empresas familiares nacionais estão sujeitas, quais sejam: a) demanda por profissionalização em sua gestão; b) maiores necessidades de estabelecimentos de alianças estratégicas, em função das novas dimensões tecnológicas, financeiras e mercadológicas que impõe a busca de novas associações; e c) pressões financeiras, em relação à estrutura de capital, limitando o campo de sobrevivência dessas empresas.

Além dessas considerações, a empresa familiar apresenta o problema relacionado à falta de interesses externos atuando junto à sua gestão, diferentemente dos conflitos entre controle e gerência, característicos de empresas de capital mais disperso.

Elencam-se também as dificuldades que as empresas familiares têm no processo de previsão de crises e dificuldades. Além disso, os processos de sucessão também podem vir a representar períodos de crise dentro dessas empresas, principalmente diante da possibilidade de não encontrarem sucessores adequados no grupo familiar. Assim, a questão de agência nesse tipo de empreendimento está muito mais focado na sua característica endógena de tomada de decisão o que, de certo modo, dificulta seu acesso ao mercado, a busca de recursos financeiros e, necessariamente a busca de agentes externos que poderiam efetivamente aconselhar e delinear os rumos dos negócios.

Com um formato diferente das empresas familiares, a empresa cujo controle é concentrado apresenta outro tipo de estrutura de propriedade, contando com a presença do acionista majoritário que mantém o controle da empresa e os acionistas conhecidos como minoritários. Dessa relação decorrem os principais conflitos de agência característicos das companhias brasileiras e, por sua vez, tais conflitos

estão relacionados de forma muito direta com o propósito das políticas públicas como elemento delineador dos processos de governança corporativa no país.

Em geral, os acionistas minoritários possuem uma grande dificuldade em direcionar as decisões que são tomadas nas empresas em função de sua pequena participação e poder de influência. Existem exceções principalmente em relação aos acionistas minoritários que se organizam sob a forma de acordo, ou quando estes acionistas caracterizam-se como investidores institucionais, com alto poder ativista.

Nesse sentido, concebe-se atualmente um campo fértil de atuação das políticas públicas, principalmente aquelas decorrentes de aparato legal ou voluntário de proteção a esses acionistas, objetivando assim ofertar maior homogeneidade e justiça em termos de tomada de decisão nas companhias abertas.

Outro aspecto importante do mercado concentrado diz respeito à liquidez das ações. Berglöf e Von Thadden (1999, p. 20) destacam que: “Nos mercados onde existe concentração de controle existe também pouca tradição das ações entre as pessoas, ou seja, baixa liquidez de papéis.”

Carvalho (2003, p. 2) ainda observa que: “As ações com baixa liquidez devem oferecer um prêmio para se tornarem atrativas, o que maximiza o custo de captação de recursos, desestimulando as empresas a buscarem esses recursos no mercado de capitais.” Estabelece-se aí a importância da participação dos acionistas minoritários no mercado, em função de que a liquidez é diretamente relacionada com o número de participantes, fazendo com que se desenvolvam condições para que o mesmo se torne mais líquido.

De forma específica, concebe-se então que à medida que as políticas públicas promovam ações de proteção aos acionistas minoritários, criam-se também condições para a ampliação do número de negociações no mercado de capitais e, conseqüentemente, estabelece-se condições para as melhorias nos índices de liquidez desses papéis. Nesse sentido, verifica-se também a importância do entendimento e diferenciação dos conflitos de agência presentes em nível nacional.

2.3 As forças de controle externas e as políticas públicas

Aponta-se a necessidade de estabelecer-se a conceituação das forças de controle externas, no intuito de ofertar condições para que o processo de governança se firme de forma a harmonizar os interesses das partes envolvidas nas

operações das companhias. Apesar da presença de forças de controle internas nesse processo, procurou-se delimitar a apresentação das forças externas, em face das mesmas estarem vinculadas de forma mais direta ao papel das políticas públicas em direcionar as práticas de governança em nível nacional. A própria síntese dessas forças já enseja a reflexão acerca de sua influência em relação à dimensão de estudo de governança proposta nesse trabalho, a saber:

- Definição de mecanismos regulatórios;
- Padrões contábeis exigidos das companhias;
- Controle pelo mercado de capitais;
- Pressões de mercados competitivos;
- Ativismo de investidores institucionais;
- Ativismo de acionistas.

Com base nessa enumeração, estabelece-se que as políticas públicas vão estar basicamente fundamentadas em todos esses quesitos, com vistas a harmonizar os interesses entre as partes envolvidas no processo decisório das companhias. De maneira delimitada, o estudo das políticas públicas neste trabalho estará ancorado na definição de mecanismos regulatórios e na descrição do papel ativista dos acionistas e investidores institucionais.

Coglianesi et al (2004, p. 23) afirmam, a partir da análise de escândalos corporativos ocorridos na economia americana, que é papel preponderante do Estado o estabelecimento de políticas públicas dimensionadas em: a) fortalecimento das instituições regulamentadoras do mercado de capitais; e b) estabelecimento de normas e práticas legais de imposição de princípios de boa governança corporativa.

Em relação à economia americana, destaca-se como política pública fundamentada em instrumento legal a promulgação em julho de 2002 da Lei Sarbanes-Oxley. A propagada eficácia desta Lei, conforme apontado por Garcia e Souza (2005, p. 16), é descrita da seguinte forma:

A eficácia da (lei) Sarbanes-Oxley Act se estende além dos limites territoriais dos Estados Unidos, e se aplica a toda e qualquer empresa que negocie no mercado de valores mobiliários norte-americano, inclusive às estrangeiras que, em razão da globalização, participam da negociação nas bolsas de valores daquele país, submetendo-se às suas regras, ainda que conflitantes com as de seus países de origem.

A título exemplificativo dos requisitos da Sarbanes-Oxley que não guardam equivalência com a legislação brasileira é a obrigatoriedade da implantação de um Comitê de Auditoria, formado apenas por conselheiros independentes, que concentraria todas as deliberações financeiras da empresa e mais as funções de auditoria. Na tentativa de se adequarem, as companhias brasileiras emissoras de ADRs estão preferindo adaptar o conselho fiscal para atender as exigências da lei, conforme a liberação da própria SEC (*Securities and Exchange Commission*) norte-americana, conforme descrito por Barcellos (2005).

Enumeram-se também outros exemplos de que a adequação à lei Sarbanes-Oxley requer um esforço por parte das companhias brasileiras, cujos benefícios ainda devem ser passíveis de avaliação, conforme a descrição de Queiroz (2005):

- Muitas das obrigações estão sendo vistas como extremamente burocráticas, como exemplo a necessidade de documentação e arquivamento, pelo prazo de sete anos, de todos os processos internos – como os de compra e venda – que movimentam valores superiores a 5% do lucro operacional das empresas;
- A seção 302 (prazo para cumprimento findado em 30 de junho de 2005) requer que sejam descritos como funcionam os controles internos da empresa nos seguintes aspectos: a) Se a empresa mantém código de conduta; b) Se possui disque-denúncia contra fraudes; c) Qual a política de divulgação das informações; d) Se possui comitê de auditoria ou adequou o conselho fiscal para tal atividade; e e) Indicação de eventuais falhas nos sistemas de controle interno;
- A seção 404 (prazo para cumprimento estipulado em 30 de junho de 2006) determina o mapeamento de todos os processos internos relevantes, tais como: a) Compra, aluguel ou venda de produtos e equipamentos; b) Integração dos sistemas de tecnologia da informação; c) Arquivamento dos processos internos pelo prazo de sete anos; d) Certificação da eficácia da estrutura de controles internos e divulgação de resultados pelo presidente do conselho de

administração; e e) Detalhamento sobre o funcionamento e composição do comitê de auditoria/conselho fiscal.

Para Andrade e Rossetti (2004, p. 114), a abordagem do ambiente regulatório como força de controle da governança das companhias fundamenta-se em três quesitos, todos diretamente relacionados à avaliação do valor das ações pelos investidores:

- A estimação do fluxo futuro de dividendos a ser ofertada pela companhia, em relação ao seu valor atual de mercado;
- Os direitos que as ações conferem aos seus detentores;
- As garantias legais que os acionistas terão para exercer efetivamente os seus direitos, sob a proteção legal, ou seja, o nível presumido de *enforcement* – destaca-se aqui o papel do aparato legal, fundamentado de forma atual na reforma da Lei 6.404/76, no caso específico brasileiro.

Enfatizam-se também os inúmeros direitos dos acionistas valorizados pelo mercado de capitais, com destaque para os seguintes:

- Os direitos de voto e a ausência de dificuldades para que sejam exercidos;
- A proteção aos acionistas minoritários, envolvendo permissão para contestação judicial de ações dos gestores e direito de recesso, pelo qual a companhia é obrigada a adquirir suas ações nos casos de mudanças societárias fundamentais ou de vendas expressivas de ativos;
- A garantia de transparência, de exatidão e de rigor nas demonstrações patrimoniais e de resultados da companhia;
- A representação proporcional no conselho de administração;
- A subscrição de novas emissões proporcionalmente ao capital detido;
- O recebimento de dividendos *pro rata*;
- A possibilidade de processar conselheiros e diretores executivos por suspeitas de expropriação;
- A participação efetiva nos conselhos, incluindo a escolha de seus membros.

O outro fundamento embasador das políticas públicas está relacionado ao fornecimento de condições para que os investidores institucionais tenham condições de governança, bem como o perfil ativista, com o objetivo de forçarem efetivamente as companhias a serem mais transparentes quanto aos seus processos de gestão e controle.

Com base nesses pressupostos já abordados, oferecem-se condições para o aprofundamento na discussão do papel das políticas públicas como tema de governança, a ser desenvolvida na próxima seção desse estudo.

2.4 Políticas públicas como tema de governança corporativa e o caso brasileiro

Para De Paula (2003, p.13), a necessidade de se redimensionar os temas acerca de governança corporativa faz com que em nível de políticas públicas sejam apontadas quatro aspectos principais que, no caso brasileiro, serão discutidas nesse estudo:

- A questão da legislação e aparato legal que proteja os direitos dos acionistas minoritários e dos credores. Esse aspecto tem a figura da reformulação da Lei 6.404/76 – por intermédio da Lei 10.303/01, como elemento de destaque, em face da necessidade de presentes e futuras avaliações desse instrumento. Leal e Saito (2003, p. 5) evidenciam a margem para pesquisas no sentido de se estudar os reflexos das mudanças consubstanciadas na reforma, destacando-se o papel dos investidores minoritários e dos investidores institucionais;
- A atuação dos órgãos de controle do mercado de capitais;
- O crescente apoio aos códigos voluntários de boas práticas de governança corporativa;
- O estímulo necessário aos fundos de pensão e outros investidores institucionais, para que eles tenham incentivos e estrutura de governança que os motivem a pressionar as empresas a modificarem práticas de governança corporativa.

Objetivando estabelecer-se uma seqüência lógica para entendimento da dimensão de estudo, necessário se faz a descrição do ambiente corporativo no Brasil, mediante a conotação histórica do mercado de capitais. Essa descrição se pautará por trabalhos que procuram desenvolver um histórico do sistema de governança nacional, inclusive com discussões que envolvem basicamente o papel

da cultura brasileira como fator determinante do desenvolvimento do mercado de capitais – focando-se principalmente em uma análise crítica da reforma da legislação societária nacional.

2.4.1 Comparações internacionais

A proteção ofertada aos acionistas minoritários (vertente de um dos problemas de agenciamento), conforme Carvalho (2002, p. 21), assunto pertinente para efeito de análise das práticas de governança no Brasil, é composta por um tripé de fatores que se relacionam de forma muito estreita com a dimensão das políticas públicas frente a essas práticas, estando assim distribuídos:

- Conjunto de regras e leis que sustentem tanto os direitos dos acionistas minoritários, quanto os interesses de quaisquer partes envolvidas. Sob esse enfoque vale enquadrar as partes sob a perspectiva dos *stakeholders* que podem ser conceituados da seguinte forma:

Os *stakeholders* são os que influenciam a empresa e, em visão mais ampliada, aqueles que são influenciados por ela no curso de suas atividades. A definição de que os *stakeholders* têm uma parte na empresa leva-os ao poder de influenciar as decisões, o que equivale a um poder de controle que pode ser representado por um investimento em partes da empresa (SOUSA e ALMEIDA, 2003, p. 145).

- Disponibilidade de fluxo contínuo de informações relevantes que permitam aos minoritários e credores avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*). Em relação a esse quesito, aponta-se o estudo de Lima e Terra (2004, p. 9) no sentido de se avaliar o nível de reação do mercado de capitais brasileiro frente às informações divulgadas nas demonstrações financeiras das empresas que apresentaram sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa, contendo indícios a partir da avaliação dos eventos observados (de 1995 até 2002) que os investidores tendem a reagir positivamente aos indicadores de melhores práticas de governança;
- Potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*).

Necessário se faz a apresentação de características comparativas da proteção aos investidores no Brasil em relação a outros países. Nesse sentido, destaca-se os estudos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) que criaram um índice de proteção aos acionistas minoritários baseado nos direitos a voto.

Conforme explicitado por Carvalho (2002) esse índice é composto de um número inteiro entre zero e cinco, sendo construído pela somatória de um ponto cada vez que um dos cinco critérios definidos abaixo são obedecidos:

- Base legal para que os acionistas votem em assembleias por meio de procurações;
- Direito de redimir ações pelo valor patrimonial quando algumas decisões relevantes são efetivamente tomadas, como por exemplo, decisões quanto aos processos de fusões, aquisições, modificações em estatutos, entre outras;
- Direito de representação proporcional no Conselho de Administração;
- Direito de subscrição de novas emissões proporcionalmente ao capital detido;
- Porcentagem do capital necessário para convocar uma assembleia extraordinária (somando-se um ponto quando esse percentual é menor do que 10%).

Esse índice de proteção aos acionistas minoritários, referente a 48 países será apresentado na Tabela 4 a seguir. O Brasil obteve três pontos, sendo que os países que obtiveram cinco pontos foram os seguintes: África do Sul, Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Paquistão e Reino Unido. Conforme aponta Carvalho (2002, p. 21) esse índice tem um grau de arbitrariedade, visto que leva em consideração apenas os aspectos relativos aos mecanismos de votação.

Em relação ao Brasil, existem outras classes de ações:

- Ações de gozo ou fruição, que conferem aos seus titulares participações nos lucros produzidos pela empresa. Representam também um montante distribuído aos acionistas que provavelmente lhe caberiam em caso de hipótese de dissolução da companhia;
- Ações preferenciais, que são ações que não atribuem a seu titular o direito de voto. Estas ações podem adquirir o direito de voto caso a empresa não distribua, pelo prazo de três anos consecutivos, os dividendos mínimos ou fixos a que os acionistas preferenciais tiverem direito, mantendo-se esse direito até a realização do pagamento dos dividendos.

Em função dessas classes distintas de ações, e devido principalmente as ações preferenciais estarem presentes de forma relevante na composição acionária

das empresas, tal índice tende a superestimar a proteção aos minoritários no Brasil para o período analisado.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) também desenvolveram um índice de proteção aos credores – relacionado, por conseguinte à perspectiva ampliada de outras partes interessadas (modelo *stakeholder*). Esse índice é composto de um número inteiro entre zero e quatro, sendo construído pela soma de um ponto cada vez que um dos quatro critérios abaixo elencados são obedecidos (CARVALHO, 2002, p. 21):

- Restrições para que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em caso de concordata;
- Em caso de falência, as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses (tributos, dívidas trabalhistas, entre outros), sendo quitadas portanto em primeira instância no processo falimentar;
- Existência de restrição para entrar em concordata (assim como permissão dos credores);
- Presença da figura do interventor indicado por um tribunal como responsável pela administração da firma concordatária.

A tabulação dos dados pelos autores, referentes à construção do índice de proteção aos credores poderá ser vista na Tabela 5, na qual se encontram relacionados os índices de 47 países. Com respeito ao Brasil, verifica-se um desempenho ruim, apresentando apenas 1 ponto, com 32 países com desempenho superior.

Tabela 4
Direito dos Acionistas no Mundo (continua)

Pais	Procuração pelo correio	Ações não bloqueadas antes das assembleias	Representação proporcional	Minoria oprimida	Direito de subscrever novas emissões	Capital para convocar assembleia extraordinária (%)	Índices de direitos anticontrolador
África do Sul	1	1	0	1	1	0,05	5
Canadá	1	1	1	1	0	0,05	5
Chile	0	1	1	1	1	0,10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	0,10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	0,10	5
Índia	0	1	1	1	1	0,10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	0,10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	0,10	5
Argentina	0	0	1	1	1	0,05	4
Austrália	1	1	0	1	0	0,05	4
Cingapura	0	1	0	1	1	0,10	4
Espanha	0	0	1	1	1	0,05	4
Irlanda	0	1	0	1	1	0,10	4
Japão	0	1	1	1	0	0,03	4
Malásia	0	1	0	1	1	0,10	4
Noruega	1	1	0	0	1	0,10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	0,05	4
Brasil	0	1	0	1	0	0,05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	0,25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	Aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	0,10	3
Israel	0	1	0	1	0	0,10	3

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 43).

Tabela 4
Direito dos Acionistas no Mundo (conclusão)

País	Procuração pelo correio	Ações não bloqueadas antes das assembleias	Representação proporcional	Minoria oprimida	Direito de subscrever novas emissões	Capital para convocar assembleia extraordinária (%)	Índices de direitos anticontrolador
Nigéria	0	1	0	1	0	0,10	3
Peru	0	1	1	0	1	0,20	3
Portugal	0	1	0	0	1	0,05	3
Quênia	0	1	0	1	0	0,10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	0,10	3
Suécia	0	1	0	0	1	0,10	3
Taiwan	0	0	1	1	0	0,03	3
Zimbábue	0	1	0	1	0	0,05	3
Áustria	0	0	0	0	1	0,05	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	0,05	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	0,10	2
Egito	0	1	0	0	0	0,10	2
Equador	0	1	0	0	1	0,25	2
Grécia	0	0	0	0	1	0,05	2
Holanda	0	0	0	0	1	0,10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	0,10	2
Suíça	0	0	0	0	1	0,10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	0,20	2
Turquia	0	1	0	0	0	0,10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	0,20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	0,05	1
Itália	0	0	0	0	1	0,20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	0,25	1
México	0	0	0	0	1	0,33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	0,20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	0,20	0

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 43).

Tabela 5
Direito dos Credores no Mundo (continua)

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordata	Senioridade dos credores assegurada em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos credores
Cingapura	1	1	1	1	4
Egito	1	1	1	1	4
Equador	1	1	1	1	4
Hong Kong	1	1	1	1	4
Índia	1	1	1	1	4
Indonésia	1	1	1	1	4
Israel	1	1	1	1	4
Malásia	1	1	1	1	4
Nigéria	1	1	1	1	4
Paquistão	1	1	1	1	4
Quênia	1	1	1	1	4
Reino Unido	1	1	1	1	4

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 44).

Tabela 5
Direito dos Credores no Mundo (continua)

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordata	Senioridade dos credores assegurada em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos credores
Zimbábue	1	1	1	1	4
África do Sul	0	1	1	1	3
Alemanha	1	1	1	0	3
Áustria	1	1	1	0	3
Coréia do Sul	1	1	0	1	3
Dinamarca	1	1	1	0	3
Nova Zelândia	1	0	1	1	3
Sri Lanka	1	0	1	1	3
Tailândia	1	1	0	1	3
Bélgica	1	1	0	0	2
Chile	0	1	1	0	2
Espanha	1	1	0	0	2
Holanda	0	1	1	0	2
Itália	0	1	1	0	2
Japão	0	1	0	1	2
Noruega	0	1	1	0	2
Suécia	0	1	1	0	2
Taiwan	1	1	0	0	2
Turquia	0	1	1	0	2
Uruguai	0	1	0	1	2
Argentina	0	1	0	0	1
Austrália	0	1	0	0	1
Brasil	0	0	1	0	1
Canadá	0	1	0	0	1
Estados Unidos	0	1	0	0	1
Finlândia	0	1	0	0	1
Grécia	0	0	0	1	1

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 44).

Tabela 5
Direito dos Credores no Mundo (conclusão)

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordata	Senioridade dos credores assegurada em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos credores
Irlanda	0	1	0	0	1
Portugal	0	1	0	0	1
Suíça	0	1	0	0	1
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
França	0	0	0	0	0
México	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 44).

Verifica-se que a proteção aos acionistas minoritários e credores depende de forma muito direta da qualidade das informações disponíveis (níveis de *disclosure*), principalmente pelo fato de que a má qualidade ou falta de informações claras e precisas estimula a presença de assimetrias informacionais, caracterizadas como a diferenciação no fluxo de informações junto aos diversos usuários. Nesse sentido, concebe-se que essas assimetrias podem estimular a expropriação de riquezas do acionista minoritário (LIMA e TERRA, 2004, p. 2).

A Tabela 6 demonstra índices de qualidade dos padrões contábeis produzidos pelo *Center for International Financial Analysis & Research*, que serve como parâmetro de *disclosure*. Conforme aponta Carvalho (2002, p. 24) esse índice se baseia na omissão ou na inclusão nas demonstrações financeiras e relatórios de 90 itens considerados importantes, tomando por base o ano de 1990. A maior nota obtida foi a da Suécia (83 pontos), seguida pelo Reino Unido e Cingapura (78), Finlândia (77), Malásia (76) e Austrália (75). O Brasil obteve 54 pontos, ficando na frente apenas de Chile (52), Turquia (51), Colômbia (50), Argentina (45), Venezuela (40), Peru (38), Portugal (36), Uruguai (31) e Egito (24).

Esses dados denotam que a qualidade dos padrões contábeis adotados no Brasil deixa a desejar em alguns aspectos, talvez em função do *trade-off*¹⁰ apontado por Dantas, Zendersky e Niyama (2004, p. 1), em relação à dualidade entre os benefícios de *disclosure* e a própria relutância das empresas em aumentar o grau de evidenciação, explicada pela limitação às exigências legais de divulgação contábil, sob os seguintes pretextos: a) busca de proteção às informações de natureza estratégica; b) receios de questionamentos jurídicos; c) custos de elaboração e divulgação das informações.

Em relação à qualidade dos níveis de *enforcement*, o trabalho de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) consideraram dois indicadores básicos, quais sejam: 1) Avaliação da eficiência e da integridade do sistema judiciário – focado particularmente em empresas estrangeiras, feita pela *Business International Corporation*. Esse indicador, especificado na Tabela 7, assume valores entre zero e dez, representando a média entre 1980 e 1983. O Brasil obteve 5,75, nota apenas superior a Portugal (5,5), Paquistão (5), Filipinas (4,75), Turquia (4), Tailândia (3,25) e Indonésia (2,5); 2) Avaliação da corrupção no governo, produzido pelo *International Country Risk Guide*, estampado na Tabela 8. O indicador também assume valores entre zero e dez e baseia-se nas médias dos meses de abril e outubro de 1982 e 1995. O Brasil obteve a nota 6,35 comparando-se com a mediana de 7,27.

Todos os índices determinados pelos trabalhos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) são apontados por Carvalho (2002, p. 25) como sendo “[...] indicadores que confirmam o sentimento de que no Brasil são restritas as possibilidades para os agentes recorrerem ao sistema Judiciário, ou ao governo no intuito de fazer com que seus direitos sejam respeitados.” Destacam-se também as evidências que indicam um baixo nível de proteção aos investidores minoritários no Brasil, o que exemplifica a necessidade de evolução nas práticas de governança corporativa no país, e do amplo caminho para o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse trabalho, será destacado de forma principal o papel das políticas públicas como fator de pressão externa para que ocorra tal evolução.

¹⁰ *Trade-off* corresponde a uma decisão de escolha na qual se abre mão de uma alternativa ao se escolher a outra (CARDOSO, 2004, p. 19).

Tabela 6
Padrões Contábeis no Mundo
(Nota Máxima: 90 Pontos)

País	Nota	País	Nota
Suécia	83	Alemanha	62
Reino Unido	78	Coréia	62
Cingapura	78	Dinamarca	62
Finlândia	77	Itália	62
Malásia	76	Bélgica	61
Austrália	75	México	60
Canadá	74	Nigéria	59
Noruega	74	Índia	57
Estados Unidos	71	Grécia	55
África do Sul	70	Áustria	54
Nova Zelândia	70	Brasil	54
França	69	Chile	52
Hong Kong	69	Turquia	51
Suíça	68	Colômbia	50
Filipinas	65	Argentina	45
Formosa	65	Venezuela	40
Japão	65	Peru	38
Espanha	64	Portugal	36
Holanda	64	Uruguai	31
Israel	64	Egito	24
Tailândia	64	-	-

Fonte: Carvalho (2002, p. 24).

Tabela 7
Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo
(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Austrália	10,00	Colômbia	7,25
Dinamarca	10,00	Nigéria	7,25
Estados Unidos	10,00	Grécia	7,00
Finlândia	10,00	Sri Lanka	7,00
Holanda	10,00	Formosa	6,75
Hong Kong	10,00	Itália	6,75
Israel	10,00	Peru	6,75
Japão	10,00	Egito	6,50
Noruega	10,00	Uruguai	6,50
Nova Zelândia	10,00	Venezuela	6,50
Reino Unido	10,00	Equador	6,25
Cingapura	10,00	Espanha	6,25
Suécia	10,00	África do Sul	6,00
Suíça	10,00	Argentina	6,00
Áustria	9,50	Coréia	6,00
Bélgica	9,50	México	6,00
Canadá	9,25	Brasil	5,75
Alemanha	9,00	Quênia	5,75
Malásia	9,00	Portugal	5,50
Irlanda	8,75	Paquistão	5,00
Jordânia	8,66	Filipinas	4,75
França	8,00	Turquia	4,00
Índia	8,00	Tailândia	3,25
Zimbábue	7,50	Indonésia	2,50
Chile	7,25	-	-

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, p. 46).

Tabela 8
Corrupção no Mundo
(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Canadá	10,00	Formosa	6,85
Dinamarca	10,00	Brasil	6,32
Finlândia	10,00	Itália	6,13
Holanda	10,00	Argentina	6,02
Noruega	10,00	Jordânia	5,48
Nova Zelândia	10,00	Zimbábue	5,42
Suécia	10,00	Chile	5,30
Suíça	10,00	Coréia	5,30
Reino Unido	9,10	Equador	5,18
França	9,05	Tailândia	5,18
Alemanha	8,93	Turquia	5,18
África do Sul	8,92	Colômbia	5,00
Bélgica	8,82	Sri Lanka	5,00
Estados Unidos	8,63	Uruguai	5,00
Áustria	8,57	Quênia	4,82
Austrália	8,52	México	4,77
Hong Kong	8,52	Peru	4,70
Irlanda	8,52	Venezuela	4,70
Japão	8,52	Índia	4,58
Israel	8,33	Egito	3,87
Cingapura	8,22	Nigéria	3,03
Espanha	7,38	Paquistão	2,98
Malásia	7,38	Filipinas	2,92
Portugal	7,38	Indonésia	2,15
Grécia	7,27	-	-

Fonte: Carvalho (2002, p. 25).

2.4.2 As mudanças no ambiente político-econômico no Brasil

Para se entender as influências em aspectos mais específicos da governança corporativa no Brasil e, por conseguinte, adentrar-se à perspectiva de proteção a

acionistas ou até mesmo de outras partes interessadas, necessário se faz a criação de um ordenamento histórico que passa primeiro pela descrição das mudanças no ambiente político do país, bem como a orientação estratégica da economia, no sentido de verificar-se os impactos no mundo corporativo.

Destaca-se para esse trabalho, a síntese produzida por Andrade e Rossetti (2004, p. 255) que estabeleceram de forma sistemática cada etapa dessas mudanças em três esferas: a) Ambiente político; b) Orientação estratégica; e c) Alinhamento das empresas. Essa síntese objetiva respaldar as inserções posteriores que focarão especificamente os quesitos relacionados à governança e os pontos relacionados às políticas públicas como forças externas de governança corporativa.

- Mudanças no ambiente político

- ⇒ Décadas precedentes:

- Movimento centrífugo, posições ideológicas extremadas;
 - Sistema bipartidário;
 - Estado ditatorial;
 - Autoritarismo e centralismo decisório;
 - Continuísmo: sistema fechado.

- ⇒ Anos 90:

- Reorientação centrípeta: redução de distâncias ideológicas;
 - Sistema pluripartidário;
 - Estado de direito;
 - Abertura: poder compartilhado;
 - Disputas abertas pelo poder.

- ⇒ Transição para o século XXI:

- Centro como facção política modal;
 - Nova lógica político-partidária: interesses plurais representados;
 - Decisões estratégicas negociadas;
 - Alternância: nova estrutura de poder.

- As mudanças na orientação estratégica
 - ⇒ Décadas precedentes:
 - Nacionalismo: doutrina de soberania e segurança;
 - Estatização: a ocupação de “espaços vazios” na estrutura produtiva;
 - Protecionismo exacerbado;
 - Preferência por exigíveis na estrutura de capitalização;
 - Modelo estratégico de auto-suficiência.
 - ⇒ Anos 90:
 - Internacionalismo: inserção na nova ordem global;
 - Privatização: retroação do estado-empresário e abertura de espaços ao setor privado;
 - Abertura econômica: fim das reservas de mercado;
 - Forte expansão dos investimentos estrangeiros diretos;
 - Modelo estratégico de integração.
 - ⇒ Transição para o século XXI:
 - Revisão crítica do modelo de inserção global: propensão nacionalista;
 - Reversão do afastamento do Estado: a integração das funções provisão, gestão e indução;
 - Abertura não continuada: fluxos reais expandidos;
 - Esforços para redução da dependência externa em movimentos de capital;
 - Integração: em avaliação e relação custos/benefícios.
- Mudanças no alinhamento das empresas
 - ⇒ Décadas precedentes:
 - Cartorização: proteção oficial de interesses privados;
 - Cartelização: coalizões não competitivas;
 - Preservação das estruturas de concorrência;

- Custos em expansão: estatização, estruturas pesadas, processos ineficientes;
- Eficiência gerencial comprometida: inflação crônica e protecionismo;
- Empresa fechada: aversão a alianças e fusões.

⇒ Anos 90:

- Desregulação: quebra de privilégios cartoriais;
- Competição: fator de sobrevivência;
- Entrada de novos *players*;
- Custos em baixa: privatizações, *downsizing*, reengenharia de processos;
- Eficiência gerencial estimulada: fim do ciclo inflacionário, abertura indiscriminada;
- Predisposição a fusões e aquisições.

⇒ Transição para o século XXI:

- Regulação: conduzida por agências nacionais, em sintonia com o poder central;
- Inovação e escala: fatores de sustentação da competitividade;
- Global *players*: nova lógica das cadeias produtivas;
- Pressões crescentes para redução de custos sistêmicos;
- Novos parâmetros de eficiência: recomposição de margens e ganhos de global-localização;
- Alianças: exploração compartilhada de oportunidades.

2.4.3 A reestruturação dos negócios no país

As revisões demarcadas na seção 2.4.2, referente às mudanças nos fundamentos políticos e direcionadores da estratégia nacional implicaram na formação de um direcionador para a reengenharia de negócios, demarcada por movimentos cuja síntese foi estruturada por Andrade e Rossetti (2004, p. 260). Tais movimentos colaboraram para o estabelecimento de condutas de governança

influenciadas por fatores internos e externos, sendo que os fatores externos estão relacionados à dimensão pré-estabelecida das políticas públicas específicas, anteriormente determinadas nesse trabalho: legislação e aparato legal que oferte proteção aos acionistas e partes interessadas; incentivo aos investidores institucionais com o intuito de torna-los mais ativistas; apoio às entidades reguladoras do mercado de capitais e estímulo à adesão aos códigos voluntários de boas práticas de governança corporativa.

As privatizações promoveram a inversão da tendência histórica do Estado-empresário, passando de uma condição de expansão nos anos 70 e 80, para uma condição de desvinculamento nos anos 90. Verifica-se que as primeiras privatizações ocorreram em 1991 (duas no setor siderúrgico e duas no setor ferroviário). Em 1992, apontou-se um aumento expressivo dos setores e de empresas inseridas no processo de desestatização (14 empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes). Em 1994, o programa estendeu-se para os setores de mineração e energia elétrica, bem como para a indústria aeronáutica. Em 1995, a ênfase recaiu sobre o setor petroquímico. Em 1997, destacou-se a privatização no setor de energia elétrica e iniciaram-se as privatizações no setor de intermediação financeira. Durante o ano de 1998, prosseguiu-se as privatizações no setor de energia e telecomunicações. Conforme De Paula, Ferraz e Iooty (2002, p. 478), os valores das transações perfizeram o montante de 61,5 bilhões de dólares, ocorrendo principalmente na segunda metade dos anos 90.

Com relação aos aspectos de “quebras de barreiras” de entrada, verifica-se uma ruptura no ingresso de capitais estrangeiros, relativos aos investimentos diretos no país, fazendo com que houvesse um incremento na participação do Brasil nos fluxos mundiais de investimentos estrangeiros para países emergentes. Para a década de 90, apontam-se também os dados compilados por De Paula, Ferraz e Iooty (2002, p. 473), que denotam: “[...] um grande aumento em relação à entrada desses investimentos no país, perfazendo uma média anual para o decênio na ordem de 9,67 bilhões de dólares.”

Hitt, Ireland e Hoskisson (2003, p. 277-287) relatam uma série de razões para a utilização da estratégia de aquisições por parte das corporações: “[...] ampliação do poder de mercado, superação de barreiras de entrada, gestão de custos no desenvolvimento de novos produtos, velocidade de entrada em novos mercados,

minimização de riscos associados no desenvolvimento de novos produtos, maior diversificação e remodelação da estrutura competitiva das firmas.”

Tendo por base esses pressupostos e estabelecendo-se um elo de ligação com o ciclo de abertura para capitais estrangeiros ocorridas no Brasil, evidencia-se o aumento significativo no ciclo de fusões e aquisições ocorrido principalmente entre 1996 e 2000. Nesse período, conforme dados apontados por Cantwell e Santangelo (2002, p. 429), o volume de transações perfez o montante aproximado de 155 bilhões de dólares.

Em relação ao ciclo de fusões e aquisições ocorrido, destaca-se a grande participação estrangeira no processo. Um estudo da KPMG (2001, p. 3) aponta que das 2.308 operações realizadas na década de 90, 61% envolveram recursos estrangeiros. Observa-se que o número expressivo de fusões e aquisições no Brasil nos anos 90 foi impulsionado pela ocorrência de períodos sucessórios nas empresas, intensificados nos anos 90 pelas transições entre gerações ocorridas nas grandes empresas familiares, elemento que influencia a disparidade de interesses decorrentes do processo sucessório e, por sua vez, colabora para o aumento no mercado de aquisições.

Evidencia-se que todos esses aspectos colaboraram de modo geral para a formação de novos ambientes de negócios no Brasil, principalmente a partir da segunda metade dos anos 80. De modo específico aos objetivos desse estudo, demonstra-se a necessidade de elencar uma série de impactos que repercutiram de forma direta nos aspectos relacionados ao campo de atuação da governança corporativa, destacados por Andrade e Rossetti (2004, p. 264) como influências relativas à reconfiguração do mercado de capitais e as mudanças pontuais nos padrões de governança. De modo ainda mais delimitado, será relatado na seção 2.4.4 as relações existentes entre essas mudanças e o papel das dimensões analíticas das políticas públicas, principalmente daquelas relacionadas à proteção dos acionistas.

Assim, primeiramente estabelece-se alguns elementos importantes que influenciaram a reconfiguração do mercado de capitais no país.

Os movimentos de capitais, sejam decorrentes de investimentos diretos ou não, provocaram o aumento substancial na entrada de fluxos de recursos

estrangeiros nas bolsas de valores. As razões para isso podem estar consubstanciadas na estabilização da economia, na ampliação do mercado secundário pelas privatizações e a confiança no realinhamento estratégico nacional, vinculado de forma estreita também às mudanças ocorridas de forma global.

Esses fluxos financeiros atingiram o ápice entre 1995 e 1998, sendo impactados no final dos anos 90 por intermédio principalmente das crises desencadeadas nos mercados emergentes, das expectativas de desvalorização da moeda brasileira e de receios quanto a possíveis mudanças sensíveis na condução da economia nacional. Em função dessas incertezas, parte das aplicações foi então transferida para outros países, em detrimento da permanência das aplicações de investidores institucionais nas bolsas brasileiras, com o objetivo específico de busca de retorno de longo prazo. A partir do biênio 2003-2004, ocorreu a recomposição das aplicações externas por intermédio da grande presença de empresas estrangeiras no sistema financeiro nacional.

Acompanhado o ingresso de capitais externos nas bolsas brasileiras, houve também a acentuada expansão em relação ao número de empresas, ao número de operações, e na migração de grandes empresas brasileiras para o mercado internacional de capitais, por meio de lançamento de programas de ADRs – *American Depositary Receipts*, constituídos por certificados representativos de ações ou de outros valores mobiliários, emitidos e negociados no mercado de capitais dos Estados Unidos.

Verifica-se dois aspectos de destaque que impulsionaram o aumento no volume desses lançamentos destacados por Andrade e Rossetti (2004, p. 265):

- 1) Exposição das companhias a um mercado mais sofisticado, desenvolvido e exigente, com conseqüentes ganhos em reputação e obtenção de uma espécie de aval internacional; e 2) Abertura de portas para acessar outras fonte externas de financiamento, competitivas em custos com as alternativas domésticas.

Como exemplo dessa migração, destaca-se que o Brasil tem uma presença importante no pregão global da bolsa de Nova York – NYSE (EXAME, 2004, p. 131), sendo o mesmo líder em empresas listadas entre os países emergentes. Aponta-se que ao todo, 37 companhias brasileiras têm seus papéis negociados na NYSE, ficando atrás apenas do Canadá e da Inglaterra, conforme poderá ser observado no Quadro 9. As companhias brasileiras estrearam na NYSE na década de 90, tendo as

mesmas aproveitado o interesse de investidores estrangeiros pela América Latina, em função da abertura econômica e das reformas realizadas pela maioria dos países no continente. A primeira empresa foi a Aracruz, em 1992, sendo seguida pelo Pão de Açúcar, o Unibanco, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), entre outras. Em 1998, havia mais de 20 companhias brasileiras listadas, sendo que mais recentemente a Petrobrás, Vale do Rio Doce, CPFL Energia e Gol se dispuseram a lançar seus papéis para negociação.

QUADRO 9
Número de Empresas Estrangeiras Listadas na Bolsa de Nova York

País de Origem das Empresas	Quantidade de Empresas
Canadá	86
Inglaterra	65
Brasil	37
França	20
Japão	19
Alemanha	17
China	16
Rússia	6

Fonte: Exame (2004, p. 131) com adaptações.

O processo de remodelagem do mercado de capitais brasileiro está também vinculado às exigências ampliadas por remodelação tecnológica das bolsas de valores do país, de modo específico objetivando o alcance de: a) estabelecer-se melhores níveis de agilidade nas negociações, indo de encontro aos padrões mundiais; b) minimização dos custos das transações; c) oferta de melhores garantias das transações; e d) oferta de maior segurança dos investimentos e dos serviços de custódia.

A busca no atendimento dos padrões enumerados acima, altamente vinculados às exigências dos mercados internacionais, busca atender dois parâmetros básicos: 1) Resposta aos desafios impostos pelas exigências dos mercados de capitais globalizados; e 2) Sinalização da evolução do mercado doméstico no sentido de busca de capacitação para a competição com os mercados de outros países na captação de recursos de origem externa.

Apesar disso, verificar-se-á no próximo capítulo alguns aspectos que vão de encontro a essa busca pela evolução, principalmente os relacionados à evolução das políticas públicas como um dos fatores determinantes para o crescimento do mercado de capitais e, de forma mais específica, quanto aos elementos relacionados ao aparato legal que oferta condições de proteção aos acionistas.

Com relação às mudanças nos padrões de governança, verifica-se o estabelecimento de quesitos que podem ser indicadores de uma tendência de evolução do mercado acionário nacional, tais como: a) aderência às regras da boa governança e aos seus valores fundamentais, o que pode resultar em aumento do valor da companhia no mercado doméstico, com redução dos custos de capital; b) adaptação e padronização das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais; c) estratégias de negócios mais complexas, pela tendência à global-localização dos grupos empresariais e pelo acirramento da competição, resultante da abertura de mercados; e d) exigência de conselhos mais eficazes, com admissão de *insiders*¹¹ com experiência e presença internacionais. Todos esses fatores requereriam a elaboração de estudos no sentido de se aferir seus níveis de influência na escala evolutiva do mercado de capitais brasileiro, e, de modo específico, estabelece-se aqui um fator limitante desse trabalho que focará na próxima seção o estudo de apenas um dos aspectos que servem de indicador do estado de coisas instaurado no mercado mobiliário nacional, ou seja, a influência dimensionada das políticas públicas como vetor dos padrões de governança.

2.4.4 A evolução do mercado acionário e o estado de governança corporativa

Nessa seção serão evidenciadas algumas reflexões sobre os quatro aspectos de políticas públicas que se relacionam com os padrões de governança presentes atualmente no país, caracterizadas como forças externas que influenciam as práticas de governança corporativa no Brasil. De modo específico, será aprofundada a análise da legislação e aparato legal que objetiva ofertar proteção aos acionistas das grandes corporações, no intuito de se determinar inclusive a importância de futuros estudos empíricos relacionados ao assunto, diante da delimitação já explicitada anteriormente nesse trabalho. Evidencia-se aqui o direcionador chave para o

¹¹ Caracterizados como os elementos dos conselhos de administração que não têm qualquer vínculo efetivo com os quadros de colaboradores da companhia, bem como qualquer grau de parentesco em relação aos acionistas controladores.

problema de agência presente em mercados de capitais com maior concentração de propriedade acionária, como no Brasil, ou seja, a questão da expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários das companhias.

2.4.4.1 O histórico de proteção aos acionistas no Brasil

Conforme aponta Carvalho (2002, p. 25) o estado da governança corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendido se comparado ao modelo de desenvolvimento do mercado acionário, que data de 1970. Para o autor, até esse momento o mercado acionário era desregulado, sendo que o governo da época possuía o sentimento de que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do país.

Com base nessa assertiva, verifica-se uma espécie de marco histórico de nascimento do aparato legal que regularia tanto o mercado de capitais, quanto as relações estabelecidas entre os acionistas das companhias. Nesse sentido, nos anos 70 criou-se uma legislação e se implementou incentivos para a promoção do mercado de capitais focados basicamente em dois marcos legais: 1) Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); e 2) Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações – Lei das S.A. Carvalho (2002, p. 25) destaca que a hipótese básica com que se trabalhava era a de que havia falta de compradores, existindo portanto um problema de demanda de papéis. Apesar disso, verifica-se uma certa incompreensão da questão de governança corporativa do país à época, diante da falta de conclusões acadêmicas acerca do assunto.

A partir dessa hipótese, o modelo nacional foi amplamente lastreado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundo 157). Houve também a criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão de comprar ações.

Esse raciocínio consubstancia-se com o trabalho desenvolvido por Rabelo e Coutinho (2001) onde os mesmos opinam que até a década de 1970, o Estado fornecia o financiamento necessário para o desenvolvimento do setor privado, tendo sido cortado esse fluxo de recursos nas décadas seguintes, em face da crise fiscal instaurada no país, tornando escassa a quantidade de financiamento de longo prazo.

Nesse sentido, estabelece-se que o nível de financiamento seria o principal fator de ligação entre governança corporativa e crescimento econômico, acreditando-se, portanto, que um possível melhoramento na estrutura de governança das empresas poderia promover o desenvolvimento dos mercados de capitais locais e promover o acesso ao financiamento de longo prazo. Nesse sentido, evidencia-se também que, historicamente, o problema de expropriação dos acionistas minoritários, que diretamente influencia as decisões dos investidores, guarda uma certa relação com a estrutura de capital das empresas nacionais, fundamentadas desde os anos 70 em estruturas de propriedade familiar e, por conseguinte, determinam a característica de mercado de capitais nacional altamente concentrado.

À época, a maior parte das empresas era de propriedade familiar com capacidade limitada de investimento. A emissão de ações acarretaria o risco de perda de controle das empresas, consistindo-se então em um limite à oferta de ações. Como forma de minimizar-se o risco de perda de controle, inseriu-se na Lei 6404/76 a cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%. Tal quesito propiciava, e ainda proporciona, a manutenção de controle de uma companhia com apenas 17% do capital. Posteriormente, com a mudança legal introduzida pela Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, compensou-se o direito de voto suprimido com o pagamento de dividendos 10% maiores do que aqueles pagos aos acionistas que possuíam ações ordinárias (ações com direito a voto).

Verifica-se que a adoção do critério de ações sem direito a voto, que permite o controle de uma companhia com apenas 17% do capital total, constitui um dos maiores incentivos à expropriação dos acionistas minoritários, sendo que para cada um real pago em dividendos, o controlador recebe menos de 17 centavos (as ações preferenciais têm a garantia legal de receberem 10% a mais do que as ordinárias). Assim sendo, quaisquer outras maneiras de retirar recursos da empresa, que não sob a forma de dividendos, torna-se extremamente atraente.

Com relação a esse aspecto específico, destaca-se o estudo apontado por Sá (2003, p. 117) que explica de forma clara como os benefícios de controle podem influenciar os mecanismos de expropriação dos acionistas minoritários nas companhias. Tal visão também pode ser fundamentada pela proposição de Bebchuk

(1999, p. 2) que acrescenta que: “[...] em países onde os benefícios privados de controle são grandes, as companhias abertas tendem a ter um acionista controlador.”

Para a exemplificação dos conceitos apresentados, concebe-se que o valor de controle de uma empresa está relacionado ao montante à maior que o investidor paga pelas ações de um bloco controlador de ações. Especificamente, pode-se caracterizar como um ativo financeiro que faculta o detentor a usar, com ampla liberdade, os ativos reais da companhia. Por havê-lo pago ou herdado, o controlador acredita que o investimento no controle é de mais ninguém e que não deve ser ressarcido com dividendos ou qualquer outro benefício, pois premiaria os acionistas não-controladores que nada pagaram ou herdaram.

Com base nessa assertiva e voltando à atratividade já apontada pela retirada de recursos da empresa, além dos dividendos, estabelece-se a remuneração do capital de controle, por meio do agente controlador que expropria o principal não-controlador nos haveres do contrato da relação principal-agente que ambos subscreveram. Para Sá (2003, p. 114): “Esse quesito torna o valor de controle de uma companhia o preço que alguém estará disposto a pagar para, na realidade, firmar o contrato da expropriação futura dos não-controladores, na exata medida do valor presente daquela expropriação.”

Conforme o mesmo autor, o meio acadêmico aponta noções diferentes dessa realidade econômica dizendo, por exemplo, que o ágio de controle está fundamentado em certas sinergias ou nos lucros futuros da empresa. Tem-se então um paradoxo estabelecido, visto que a busca pelo controle pode ter um fundamento mais sólido no desejo pelo controle respaldado por poder político e não simplesmente por expectativas de lucros. Tal concepção consubstancia-se na forma concebida do aparato legal de proteção aos acionistas no Brasil que, mesmo após a propagada reforma na legislação societária, ainda tende a beneficiar de forma direta e indireta os detentores do controle nas companhias. Tais reflexões serão contempladas na seção 3.1, do capítulo 3 desse estudo.

Sá (2003, p. 117) elenca ainda que o valor de controle não é devido aos lucros futuros da empresa, mas sim à parte daqueles lucros que forem destinados exclusivamente aos controladores e, se possível, não serem distribuídos de qualquer forma, ou não haveria remuneração ao capital de controle. O autor enumera os

seguintes elementos como fatores de retirada de recursos da empresa pelos acionistas controladores:

Os mais conhecidos são a fraude quase explícita (*looting*), os passivos da empresa contraídos pelo agente controlador, o *management fee* do controlador, a venda de ativos da empresa para negócios ou prepostos do controlador, a omissão deliberada de desempenho (*shirking*), as vantagens pessoais de toda espécie (*perquisites*) e a expulsão dos não-controladores após uma tomada de controle (*freezeout*) pela recompra de ações a preço baixo. Todas essas avenidas de expropriação têm grande valor para quem quiser o controle.

Verifica-se que os exemplos acima se constituem em possibilidades exacerbadas de expropriação, tendo portanto grande valor para quem desejar o controle das companhias. Para Sá (2003, p. 117):

A noção contábil de que o ágio da transação de controle incorpora os lucros futuros da empresa leva a uma tendenciosa disfunção da legislação fiscal, que atribui ao mesmo a condição similar de incorporar-se aos ativos reais como se fosse um *goodwill* e, assim, promover uma transferência de renda do contribuinte comum ao novo controlador. Como exemplo dessa disfunção, tem-se as manobras de controladores brasileiros de ativos estatais privatizados residindo em *holdings* sem renda tributável.

A partir dos anos 90, com a falência de algumas companhias abertas, instalou-se um ambiente de preocupação com a necessidade de melhoria dos padrões de governança empresarial. A liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados revelou importantes esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, levantando sérias dúvidas sobre a eficácia das auditorias independentes. De modo análogo, a falência e os problemas de caixa enfrentados por várias empresas revelaram as falhas administrativas e o inerente abuso por parte dos grupos controladores.

Nesse mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) começaram a participar mais ativamente dos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas como a Perdigão e em empresas privatizadas, tais como a Usiminas, a Acesita, a Companhia Siderúrgica Nacional, a Vale do Rio Doce, entre outras (CARVALHO, 2002, p. 26).

O modelo de privatização praticado, por meio de leilões, influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado. A formação de consórcios popularizou um modelo de controle compartilhado, baseado em acordos de acionistas e, em muitos casos, com a participação de investidores institucionais. Os membros do consórcio compartilham os assentos nos conselhos de administração. Essa

participação mais ativista dos investidores institucionais tem colaborado para a mudança de atitude que, de passiva, passaria a ser mais atuante e a demandar melhores padrões de governança corporativa.

Como parte do sustentáculo das políticas públicas que influenciam os sistemas de governança, o papel dos investidores institucionais será discutido de modo mais aprofundado na seção 3.3 do capítulo 3.

Ademais, o programa de desestatização provocou também reflexos que vão de encontro à proteção aos acionistas minoritários e, por sua vez, alguns impactos negativos sobre a governança corporativa. Objetivando a viabilização das privatizações e aumentar o valor de controle das empresas estatais, a Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, retirou as cláusulas de *tag along* e direitos de recesso de minoritários. Essas modificações se mostraram muito conflitantes e, de modo análogo, a tentativa de reintrodução desses direitos por intermédio da reforma da Lei das Sociedades Anônimas em 2001 abre muitos precedentes para estudos empíricos que busquem comprovar seus reflexos em termos de proteção aos acionistas minoritários. Reitera-se porém que na seção 3.1 do capítulo 3 será dedicado ponto exclusivo de análise da reforma societária, com vistas a se estabelecer elementos de discussão, principalmente pelo fato de também se tratar de um dos pilares para que as políticas públicas influenciem os processos de governança nas empresas, enumerados por De Paula (2003).

De maneira reflexiva, a mudança de atitude dos investidores institucionais deverá ser agregada a alguns fatores muito importantes: a) internacionalização do mercado de capitais nacional, com número crescente de empresas acessando o mercado internacional por meio de ADRs (já citado nesse trabalho em termos quantitativos na seção 2.4.2.1 do capítulo 2); b) abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais; e c) aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional. No geral, tais investidores tendem a ser mais seletivos, forçando as empresas a rever o tratamento dispensado aos acionistas minoritários.

Após essas descrições, tanto das formas de expropriação, como de outros aspectos importantes para o entendimento das práticas de governança efetivamente estabelecidas, a contextualização histórica de proteção aos acionistas no Brasil deve ser também vinculada à atuação dos órgãos de controle do mercado de capitais no

Brasil, com destaque para o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), um dos órgãos de controle do mercado de capitais nacional e, portanto, inserido em uma das características específicas presentes nas políticas públicas como elementos influenciadores das práticas de governança enumerados por De Paula (2003).

2.4.4.2 O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, cuja função está relacionada à regulação do mercado de capitais, segundo Carvalho (2002) não foi propriamente estruturada para executar suas funções. Como exemplo, os diretores da autarquia não possuíam um mandato administrativo (diferentemente de outras agências criadas de forma mais recente), podendo ser exonerados à vontade do Presidente da República.

Complementando esse raciocínio, a agência não possuía dotação orçamentária própria. Esse conjunto de fatores contribuiu para uma certa limitação nas funções da entidade, tendo como exemplo o estudo feito por Rocca e Carvalho (1999) que apontou que em 1998 havia número considerável de companhias abertas que não tinham enviado as devidas informações anuais por um período de três anos (segundo as normas vigentes, todas as empresas devem fornecer essas informações anualmente).

Falhas dessa natureza evidenciavam, no passado, um certo desaparecimento da autarquia no exercício de suas funções. Atualmente, verifica-se uma melhoria em relação ao desempenho da entidade por meio do desenvolvimento de algumas atividades de grande importância na regulação do mercado de capitais brasileiro. Exemplifica-se primeiramente que o atual presidente da autarquia, o advogado Marcelo Trindade, adotou como prioridade a investigação de cinco casos que, segundo ele, têm valor educativo para o mercado (EXAME, 2004, p. 26). Esses casos podem ser enumerados da seguinte forma:

- Punição do controlador da Bombril, Sergio Cragnotti, em 62,5 milhões de reais, devido a acusações de desvio de dinheiro da empresa, sendo atualmente a segunda maior multa aplicada pela entidade em toda sua história;
- Aplicação de multa de 2 milhões de reais a operação brasileira do Bank of América por problemas na gestão de fundos de investimento;

- Punição ao empresário Wagner Canhedo, por meio de multa no valor de 100.000 reais por prejudicar acionistas minoritários da Vasp;
- O valor das multas punitivas aplicadas em 2003 somaram o montante de 24,2 milhões de reais;
- As penas, tanto qualitativa quanto quantitativamente, apresentam uma tendência de crescimento, visto que nos últimos quatro anos foram aplicadas 392 multas a companhias abertas e seus acionistas o que, comparativamente aos anos 90 representam um crescimento relevante, sendo que nessa década foram aplicadas 433 penalidades.

Além destes cinco casos, destaca-se a aplicação no ano de 2005 da maior multa individual da história da autarquia, imposta ao banqueiro e empresário Daniel Birmann, do grupo Arbi, no valor de 243,175 milhões de reais (VIEIRA, 2005). O processo administrativo o acusa de ter se beneficiado em um processo de reestruturação societária e abuso de poder na companhia.

Apesar desta evidente melhoria no papel da atuação da autarquia, necessário se faz também a reflexão em relação à capacidade e nível de *enforcement* que o órgão realmente possui, no sentido de não só se aplicar as penalidades pecuniárias, mas sim, cobra-las com a rigidez necessária. Nesse sentido, destaca-se a posição de Carvalhosa e Eizirik (citado por Weffort, 2005, p. 109) questionando a legalidade dos poderes atribuídos à CVM: “espera-se [...] que a CVM utilize com moderação e equidade seus novos superpoderes, obedecendo sempre ao princípio do devido processo legal, de forma a não macular a legitimidade de sua atuação como agência reguladora independente”.

Existem outros exemplos de atuação da autarquia que também merecem destaque, tanto no sentido de enfatizar a melhoria de sua atuação, quanto no sentido de se refletir sobre o nível de *enforcement desejado* para a agência reguladora. Mandl e Facchini (2005) enunciam que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou ofício no qual sinaliza que o aumento da participação de um dos acionistas da rede varejista Pão de Açúcar em seu capital configuraria troca de controle, requerendo, portanto uma oferta de compra das ações ordinárias dos acionistas minoritários (*tag along*).

Apesar da decisão não ser definitiva, conforme apontado por Mandl e Facchini (2005), analistas de mercado elogiaram a posição da CVM, visto que o acordo entre os controladores do grupo Pão de Açúcar configurara troca de controle, requerendo uma oferta pública de compra de ações, mesmo com o baixo volume de papéis em bolsa.

Tal manifestação da autarquia fez com que não se abrissem precedentes para que outras companhias deixassem de garantir o direito de *tag along* aos minoritários que detém ações ordinárias, em operações semelhantes. Assim sendo, esta decisão busca de certa forma resguardar os direitos dos acionistas minoritários no futuro, estabelecendo limites para os acionistas controladores, minimizando os poderes de expropriação, geralmente impostos quando da troca de controle das companhias.

Faz-se necessário também se estabelecer a comparação entre a CVM e a SEC norte-americana, objetivando visualizar o nível de desenvolvimento ainda um pouco embrionário por que passa a autarquia brasileira em relação à norte-americana, apesar de uma acentuada evolução a partir do final da década de 90 e início do século vinte e um. Essa comparação está evidenciada no Quadro 10.

Além dos exemplos citados acima, restritos aos aspectos pecuniários e punitivos da entidade, destaca-se a elaboração e publicação em junho de 2002 da Cartilha de Recomendações da CVM relativas às boas práticas de governança corporativa, fundamentada em quatro pilares, quais sejam: transparência, contabilidade e auditoria, proteção aos minoritários e conselho de administração (MELO, 2004, p. 15). Esse código está fundamentado em um dos quatro pilares para atuação das políticas públicas como direcionadores das práticas de governança corporativa no Brasil, qual seja a de se atuar no apoio à criação de códigos voluntários de boa governança, conforme apontado por De Paula (2003, p. 13).

Nesse sentido, a cartilha estimula a crescente importância da evidenciação, existindo a demanda para informações de natureza social e também maior detalhamento das informações já prestadas, mediante a segregação por regiões ou segmentos de negócios.

QUADRO 10
 Comparação entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a *Security and Exchange Commission*¹² (SEC)

Descrição da base comparativa	CVM	SEC
Ano de fundação	1976	1934
Salário mensal do presidente	2.500 dólares	12.000 dólares
Orçamento	18 milhões de dólares	716 milhões de dólares
Processos abertos em 2003	88	679
Funcionários	483	3.100
Penas máximas já aplicadas	Em 2002: 22 milhões de dólares para Sergio Cagnotti, da Bombril; Em 2005: 243,175 milhões de reais para Daniel Birmann, do Grupo Arbi.	Em 2003, 500 milhões de dólares para a WorldCom

Fonte: Exame (2004, p. 30) com adaptações.

A visão de transparência empregada na cartilha aborda cinco itens (de maneira genérica a utilidade, relevância, clareza, integridade e tempestividade), tendo três deles foco na Assembléia dos Acionistas, caracterizados como a forma, o prazo de convocação e o processo de votação. A estrutura acionária e grupo de controle complementam os assuntos abordados nesse item.

Outro aspecto relevante do código da CVM diz respeito às demonstrações financeiras padronizadas que, de forma conjunta e trimestral, devem ser remetidas e divulgadas junto à autarquia, objetivando compor uma base de dados para as discussões e análises dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado das companhias, com a indicação dos principais fatores de risco internos e externos.

De forma complementar, a companhia deve adotar além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, as normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) ou as normas contábeis dos Estados Unidos da América (*United States Generally Accepted Accounting Principles* – US-GAAP), atestados por auditor independente.

Evidencia-se também outro sustentáculo da Cartilha da CVM, fundamentado na proteção aos minoritários. As decisões de alta importância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie. Dentre essas decisões, caracterizadas como de maior relevância, destacam-se: a) aprovação de laudo de avaliação de bens que serão incorporados ao capital social; b) alteração do objeto social; c) redução do dividendo obrigatório; d) aprovação de fusão, cisão ou incorporação; e e) aprovação de transações relevantes com partes relacionadas.

O conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objetivo social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. Além dessas características, o conselho deve atuar de forma independente, possuindo profissionais com formações variadas e atuação multidisciplinar, objetivando estabelecer-se relações que estimulem a continuidade das companhias sem provocar situações que prejudicariam as outras partes interessadas, principalmente os acionistas minoritários.

Destacam-se também os seguintes pontos enfatizados no código voluntário da CVM: 1) estímulo à formação de comitês, sendo os mesmos muito comuns na Europa e nos Estados Unidos, podendo atuar no sentido de dar profundidade aos assuntos sem a constante ocupação de todos os membros do conselho de administração. Constituem exemplos de comitês os relativos a finanças, auditoria e remuneração.

Por fim, o instrumento publicado pela CVM não proíbe o conselheiro de participar de outros conselhos e algumas empresas até permitem essa participação, talvez por entenderem que a oportunidade para trocas de experiências com outros conselheiros seja maior do que o risco envolvido. Como forma de minimização desse risco, apregoa-se o estímulo para que a ética e o sigilo sejam rigorosamente observados para assegurar a boa condução dos empreendimentos.

¹² A SEC é o órgão norte americano que equivale à brasileira CVM.

3 Políticas públicas e governança corporativa: principais dimensões no Brasil

3.1 A reforma da Lei 6.404/76

De modo específico, atualmente existem no Brasil uma série de considerações acerca da real influência que a reforma da Lei 6.404/76, materializada em 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 presente no país.

Nesse sentido, destaca-se a opinião de Carvalho (2002, p. 26) de que: “Melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas pela mudança de legislação em qualquer país.”

Destaca-se também o estudo promovido por Srour (2003, p.1), que avaliou a conduta e performance das firmas brasileiras frente às práticas diferenciadas de governança corporativa. Sob esse aspecto, o autor enfatiza que apesar da percepção de que uma melhor proteção aos acionistas minoritários facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos de empresas, países como o Brasil se viram em dificuldades em relação à promoção de mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários.

Em decorrência disso, o autor amplia a idéia da transição entre convergência legal para convergência funcional exposta por Coffee (1999, p. 12-14), que se baseia na mudança de regras dentro dos próprios mercados sem a necessidade de alterações de caráter legal, o que por sinal não é consenso em termos de literatura.

Nesse sentido, as afirmações dos autores apontam para a necessidade de rigidez em termos legais, sem deixar de considerar porém a possibilidade de algumas firmas ou o próprio mercado de capitais entenderem que apenas os avanços da lei sejam insuficientes para suas necessidades em termos de governança corporativa.

Conseqüentemente, concebe-se que a presença dos chamados contratos privados sejam também eficientes nesse processo, fundamentados principalmente

pela internacionalização das empresas nacionais por meio de lançamento de ADRs e adesão aos códigos voluntários de boas práticas de governança corporativa. Esses dois instrumentos de convergência às regras de governança, também por tratarem-se de sustentáculos às políticas públicas, serão discutidos de forma mais explícita na seção 3.4 desse capítulo.

Para Leal e Saito (2003, p. 9): “As empresas procuram formas de minimizar os custos de agência entre controlador e minoritários, seja na forma de listagem em outras bolsas, seja na forma de sua política de dividendos ou recompra de ações.” Comentam também que tanto a CVM por meio de suas instruções normativas, como a modificação no aparato legal (reforma à Lei das S.A.), promoveram mudanças que atenuaram esses custos sociais, como participação de acionistas minoritários no conselho de administração, além de estabelecer regras para fechamento de capital e transferência de controle, minimizando possíveis efeitos adversos aos minoritários. No entanto, existe para os autores um contra-senso estabelecido no sentido de que os acionistas minoritários não parecem valer-se dos mecanismos legais disponíveis para aumentar sua representatividade no Conselho de Administração.

Estudo recente publicado por Gorga (2004) contribui para a discussão de como valores e normas sociais existentes em uma sociedade podem contribuir para o impedimento de adoção de condutas empresariais mais eficientes, objetivando analisar as instituições, sejam formais ou informais, que moldam as estruturas de governança corporativa, visando discutir porque normas ineficientes podem persistir, mesmo havendo esforços consideráveis no intuito de modificá-las. Nesse sentido, o trabalho da autora vale-se da reforma brasileira da Lei das Sociedades Anônimas ocorrida em 2001 como base de investigação, fundamentando-se na expansão da tese de Douglas North (1981) que pressupõe que a ideologia pode explicar mudanças institucionais, a partir da investigação de como a mesma pode determinar resultados econômicos.

Para a autora, em primeira instância o resultado de quase manutenção do estado de coisas¹³ da nova Lei das S.A. pode ser explicado pela teoria tradicional da

¹³ Esse “estado de coisas” deve ser entendido em relação à não implantação, conforme a autora, de mecanismos efetivos de proteção aos acionistas minoritários. Nesse caso, a proposta do levantamento de campo junto às companhias e fundos de pensão contribuirá justamente para a verificação de quais contribuições efetivas o aparato legal ofertou nos níveis de proteção a esses

escolha pública, conhecida como economia da política, a qual sugere que grupos de interesse influentes buscam ampliar seus rendimentos no processo legislativo, conseguindo efetuar a captura de legislações em seu benefício por meio de esforços de *lobby* (GORGA, 2004, p. 311).

Tal teoria é compartilhada por Carvalho (2002, p. 26): “Uma das principais falhas na tentativa de reforma da Lei das Sociedades por Ações fundamentou-se na simples não observação do poder político dos grupos oponentes.” O autor corrobora a assertiva de que reformas na legislação referente à governança nas empresas de capital aberto sofrem grandes influências de barreiras políticas. Tais barreiras são apregoadas por frentes de oposição formadas pelos grupos que controlam as empresas, visto que o aumento à proteção aos acionistas minoritários equivaleria à redução do valor de controle dessas empresas.

Para De Paula (2003, p. 34): “[...] a legislação apresenta lacunas que podem prejudicar os acionistas minoritários, visto que a mesma é falha em resolver conflitos de interesses entre os acionistas controladores e minoritários, por simplesmente se omitir ou abster-se de detalhar o assunto.”

Essas opiniões aliam-se novamente ao estudo de Gorga (2004), no sentido de que a mesma assevera que são os grupos de interesse que influenciam transferências de riqueza no processo político, barrando e obstruindo reformas econômicas eficientes. Assim sendo, a teoria da escolha pública poderia oferecer uma explicação convincente para o caso da reforma da Lei das S.A., visto que os controladores na verdade conseguiram capturar em grande parte a legislação para benefício próprio.

Nesse sentido, a autora argumenta que essa teoria não oferece uma explicação completa por não detectar a ideologia e a cultura enraizadas na sociedade, fatores importantes que influenciam os resultados que, segundo a pesquisadora, devem ser trazidas para a análise no intuito de se conduzir a explicações diferentes das proporcionadas pelo modelo econômico tradicional (GORGA, 2004, p. 311), extrapolando, portanto, a teoria conduzida por North (1990) de que um modelo econômico que não incluía um componente ideológico não pode

acionistas, inclusive para o aumento de seu ativismo enquanto investidores nas companhias brasileiras.

explicar adequadamente por que algumas mudanças legais historicamente falharam, e outras não.

Sob esse enfoque, o estudo de Gorga (2004) concebe que as percepções subjetivas variam e podem ser o fator crítico de sucesso ou fracasso de políticas públicas fundamentadas no aparato legal que objetiva ofertar a proteção aos acionistas minoritários nas empresas.

Fundamentando essa análise, Licht, Goldschmidt e Schwartz (2004, p. 35) afirmam e apresentam em seu estudo a existência de evidências da relação entre leis e cultura, especialmente no contexto da governança corporativa, tomando por base a análise de diferentes países ao redor do mundo.

Para efeito desse trabalho, de caráter não conclusivo e, portanto, com delimitações claras, a descrição da reforma à Lei 6.404/76 será efetuada de forma a se estabelecer um parâmetro para a avaliação do atual nível de proteção aos acionistas minoritários, tão fortemente apregoados na reforma em questão.

Destaca-se também o fato que a aludida proteção relaciona-se praticamente com todos os outros elementos de governança corporativa e, de modo análogo não deve se pautar apenas pelo instrumento legal. Ressalta-se porém que as políticas públicas ganham maior relevância à medida que se promovam a ampliação dos quatro pilares anteriormente delimitados nesse estudo, fundamentados no estudo de De Paula (2003).

De maneira geral, e antes mesmo de se descrever as principais mudanças ocorridas na Lei 6.404/76, necessário se faz destacar e relacionar as principais normas e leis editadas nos últimos anos, cujo foco primário foi a busca de benefícios para os investidores e empresas e que, tal como a reforma à Lei das S/A, também podem ser destacados como instrumentos de políticas públicas. Nesse sentido, evidencia-se a relação apontada no Anuário Estatístico das Companhias Abertas – 2005, elaborado pela ABRASCA (Associação Brasileira de Companhias Abertas). Pontualmente os dispositivos legais serão enumerados abaixo, sendo os mesmos subdivididos em Leis Complementares e outras Leis editadas, e Atos regulamentares editados pela CVM.

⇒ Principais Leis Complementares e outras Leis editadas:

- Lei Complementar n.º 105, que dispõe sobre o sigilo das operações de instituições e dá outras providências;
- Lei n.º 10.179, que dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, consolidando a legislação em vigor sobre a matéria;
- Lei n.º 10.198, que dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências;
- Lei n.º 10.303, que altera e acrescenta dispositivos na Lei n.º 6.404/76 e na Lei n.º 6.385/76;
- Lei n.º 10.411, que altera e acrescenta dispositivos à Lei n.º 6.385/76;
- Lei n.º 10.973, que dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências;
- Lei n.º 11.033, que altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – Reporto, e altera outras Leis;
- Lei n.º 11.076, que dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário, Warrant Agropecuário – WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, altera a taxa de fiscalização que trata a Lei n.º 7.940/89.
 - ⇒ Atos regulamentares editados pela CVM:
- Instrução n.º 325, de 27/01/2000, que dispõe sobre o registro, na CVM, de investidor não residente no país, de que trata a Resolução do CMN, n.º 2.4.289, de 26/01/2000 (alterada pela Instrução n.º 353, de 17/07/2001);
- Instrução n.º 350, de 03/04/2001, que altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 296, de 18 de dezembro de 1998, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de títulos ou contratos de investimento;
- Instrução n.º 352, de 25/06/2001, que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento (Revogada pela Instrução n.º 355/2001);
- Instrução n.º 356, de 17/12/2001, que regulamenta a constituição de fundos de investimento e direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de

fundos de investimentos e direitos (Alteradas pela Instrução n.º 393, de 22/07/2003);

- Instrução n.º 358, de 03/01/2002, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão da companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado;
- Instrução n.º 359, de 22/01/2002, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
- Instrução n.º 361, de 05/03/2002, que dispões sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisições de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários;
- Instrução n.º 364, de 07/05/2002, que altera a Instrução CVM n.º 306, de 5 de maio de 1999, que dispões sobre a administração de carteira de valores mobiliários;
- Instrução n.º 367, de 29/05/2002, que dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o § 4º do art. 147 da Lei n.º 6.404/76;
- Instrução n.º 371, de 27/06/2002, que dispõe sobre o registro contábil do ativo fiscal diferido decorrente de diferenças temporárias e de prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social;
- Instrução n.º 372, de 28/06/2002, que dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação;
- Instrução n.º 376, de 11/09/2002, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e mercados de balcão

organizado por meio da rede mundial de computadores (Revogada pela Instrução n.º 380, de 23/12/2002);

- Instrução n.º 381, de 14/01/2003, que dispõe sobre a divulgação, pelas Entidades Auditadas, de informações sobre a prestação, pelo auditor independente, de outros serviços que não sejam de auditoria externa;
- Instrução n.º 384, de 17/03/2003, que dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
- Instrução n.º 387, de 28/04/2003, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências;
- Instrução n.º 388, de 30/04/2003, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício (Alterada pela Instrução n.º 412/04);
- Instrução n.º 390, de 08/07/2003, que dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções;
- Instrução n.º 391, de 16/07/2003, que dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos fundos de investimento em participações;
- Instrução n.º 396, de 10/10/2003, que dispõe sobre o envio de informações, por companhias abertas, aos cotistas de Fundos Mútuos de Privatização – FGTS e de Clubes de Investimento – FGTS, cujas carteiras sejam compostas exclusivamente por valores mobiliários de sua emissão;
- Instrução n.º 398, de 28/10/2003, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – Funcine;
- Instrução n.º 399, de 21/11/2003, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS);

- Instrução n.º 400, de 29/12/2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário;
- Instrução n.º 401, de 29/12/2003, que dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção – Cepac;
- Instrução n.º 404, de 13/12/2004, que dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotadas nas escrituras de emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado;
- Instrução n.º 406, de 27/04/2004, que regulamenta a criação de fundos de participação que obtenham apoio financeiro de organismos multilaterais de crédito;
- Instrução n.º 408, de 18/08/2004, que dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico – EPE nas demonstrações consolidadas de companhias abertas;
- Instrução n.º 409, de 18/08/2004, que dispõe sobre a constituição, a administração e a divulgação de informações dos fundos de investimento (alterada pelas Instruções n.º 411/04 e 413/04);
- Instrução n.º 414, de 30/12/2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários.

3.1.1 Os destaques das mudanças na Lei 6.404/76

Conforme Carvalho (2002, p. 27):

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como 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.

Sob esse enfoque, pode-se estabelecer que devido ao baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a reforma societária foi concebida segundo a idéia de promoção de condições para o desenvolvimento do mercado acionário.

Gorga (2004, p. 311) destaca que o entendimento do processo legislativo auxilia na explicação do conteúdo do novo aparato legal.

No decorrer de maio de 1997, o deputado federal Luiz Carlos Hauly apresentou proposta inicial de emenda à Lei 6.404/76, como parte integrante do Projeto de Lei n.º 3.115/1997, propondo a criação de uma nova classe de ações chamadas de *golden shares*, que daria força ao Estado no sentido de poder de veto em determinadas matérias após o processo de privatização, em plena execução na década de 90. O Projeto de Lei n.º 3.519/97 foi juntado à proposta inicial com o intuito de assegurar alguns direitos específicos aos acionistas minoritários, tais como a proibição da emissão de ações preferenciais sem direito a voto, estabelecendo o padrão *one share – one vote* (uma ação – um voto). Esse mesmo projeto de lei criava um conselho fiscal permanente nas companhias abertas e o direito para acionistas minoritários, com no mínimo 5% de ações ordinárias, de eleger a maioria dos conselheiros fiscais. Além disso, outra proposta, vinculada ao projeto de lei n.º 1.000/1999 estabelecia o direito dos acionistas preferencialistas, com mais de 15% do capital total da companhia, de eleger um membro do conselho de administração.

Coube ao deputado federal Émerson Kapaz, pertencente à Comissão de Economia, Indústria e Comércio, analisar todas as propostas incorporadas ao projeto de lei original. O mesmo apontou a necessidade de uma reestruturação profunda da organização das empresas e do fortalecimento do direito dos acionistas minoritários, objetivando o real crescimento da eficiência do mercado de capitais. O deputado Émerson Kapaz, conforme elencado por Gorga (2004) criticou de forma específica os abusos cometidos por acionistas controladores em detrimento dos acionistas minoritários, asseverando que os controladores não deveriam beneficiar-se em prejuízo dos interesses da companhia. Dentre suas propostas, destacava-se a reinclusão do direito de *tag along* (com 100% do preço pago pelas ações do bloco de controle) para acionistas minoritários ordinários em caso de venda de controle, bem como da incorporação de um novo requerimento para distribuição mínima de dividendos.

No decorrer das discussões da reforma, o deputado Émerson Kapaz entendia que o limite de dois terços para a emissão de ações preferenciais permitido pela legislação era um tanto quanto exagerado. Porém, o mesmo ao invés de apoiar a proposta que proibia a emissão de ações preferenciais, argumentou que a emissão de ações preferenciais até o limite de 50% permitiria uma possível capitalização das companhias, proporcionando inclusive uma redução no atual desequilíbrio entre

capital e direito a voto. Além desse aspecto, o relator considerou que se o novo limite para emissão de ações preferenciais de 50% fosse obrigatório para as companhias já existentes, os controladores seriam obrigados a investir mais capital em uma oferta pública para manter o controle e impedir a dispersão acionária.

A partir desse raciocínio, o deputado concluiu que essa obrigatoriedade inibiria novos investimentos e decidiu que o limite de 50% deveria ser aplicado apenas nas companhias que abrissem seu capital após a edição da nova lei. Estabeleceu-se então uma relação conflituosa, visto que embora defendendo o direito dos acionistas minoritários, o relator, em termos gerais, optou por votar no sentido de manutenção do estado de coisas estabelecido, permitindo que o limite de emissão de dois terços de ações preferenciais continuasse a vigorar para as companhias existentes.

O processo legislativo, na realidade, concebeu a reforma com mudanças significativas na proposta originalmente encaminhada, sendo que tais mudanças foram caracterizadas por Gorga (2004, p. 312) 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 em 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, bem como às bolsas de valores onde as ações da companhia são negociadas.

Elenca-se também os aspectos pontuais determinados por De Paula (2003, p. 33):

- 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 a 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 a retirada de liquidez das ações, conhecida como “fechamento branco”, possibilitando que se 10% dos acionistas minoritários se sentirem 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 à 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; e d) a questão do acordo de acionistas.

Todos esses elementos pontuados serão agora apresentados, objetivando assim estruturar a avaliação da reforma societária como elemento de políticas públicas determinantes das práticas de governança estabelecidas no Brasil. Optou-se por se descrever de forma analítica os dispositivos legais enumerados acima,

tidos como primordiais para a proteção aos acionistas minoritários. Além disso, no Apêndice B foram enumerados todos os artigos da Lei n.º 6.404/76 que sofreram modificações, sendo reestruturados, revogados ou incluídos, como forma de se ampliar a visualização da abrangência do texto legal, inclusive com comentários sobre a vinculação dessas modificações com a proteção aos acionistas minoritários.

⇒ A questão das ações preferenciais na Lei 10.303/2001

A verificação da atual abrangência do texto legal, relativo à emissão das ações preferenciais fundamenta-se na análise de dois fatores específicos, 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 Gross-Man e Hart (1987), Gordon (1988) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (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 destoantes da regra uma ação-um voto contribuem no sentido de maximizar os custos de agência, tornando os investidores vulneráveis à 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 preferenciais, 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 preferenciais certas vantagens no recebimento de dividendos. Assaf Neto (2003, p. 223) destaca essas 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, p. 173) enumeram que as ações preferenciais 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 n.º 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 preferenciais caiu para meio, fazendo com que se amplie a possibilidade de reduzir a distância entre investimento financeiro e 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 preferenciais 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 abertas já 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 o posicionamento de Gorga (2004, p. 312), onde se interpõe que os direitos dos acionistas minoritários foram praticamente eliminados por conta da Lei n.º 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 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 em verdade, não tiveram seus direitos adquiridos

preservados, o que de certa forma é conflitante com argumento apregoado 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 n.º 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; e c) direito de receber tratamento igualitário em relação aos acionistas ordinários, em caso de alienação de controle (*tag along*).

Verifica-se que existe a possibilidade das chamadas vantagens frente aos acionistas ordinários serem diluídas, em face basicamente dos quesitos listados a seguir:

- Existência da hipótese de que a maioria das companhias prefira manter a sistemática já prevista anteriormente na Lei 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 pela 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 a hipótese mais provável, ou seja, a de assegurar apenas os 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, apresentam-se vantajosos para os acionistas minoritários. Apesar disso, necessário se faz aferições específicas da disposição dos controladores presentes no mercado em estender seus benefícios de privado de controle aos acionistas preferencialistas.

⇒ A questão da representação de acionistas minoritários no conselho de administração

Aponta-se que o mecanismo de voto múltiplo para os acionistas minoritários que detivessem 10% do capital votante da companhia já era previsto no instrumento

legal anterior à reforma. A Lei n.º 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 preferenciais que representem pelo menos 10% do capital total.

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

A medida representa um avanço, pois permite aos acionistas preferencialistas 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, destaca-se as possíveis ações dos grupos controladores no sentido de se protegerem da possibilidade, mesmo que 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 do 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 mais um representante eleito de forma obrigatória pelos controladores.

Necessário se faz também destacar as observações elencadas por Dutra e Saito (2002, p. 23), 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 das empresas. Esses mesmos autores também observaram o comportamento dos acionistas minoritários que utilizam o 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, p. 5) sugerem que essas constatações existentes antes da reforma legal deveriam ser novamente estudadas, com vistas 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.

⇒ A questão dos direitos na alienação de controle

Em relação aos direitos na alienação de controle, destacam-se na literatura internacional o estudos preconizados por Dyck e Zingales (2002), Nenova (2000) e Nenova (2001) para demonstrar que os benefícios privados de controle no Brasil são elevados o suficiente para imporem uma barreira ao bom funcionamento dos mercados. Para Gorga (2004, p. 314), 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 privados de controle em 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 privados 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%, porque *tag along* de 80% ainda permite possibilidade de considerável expropriação, incentivando os benefícios privados de controle a permanecer num patamar alto não desejável.

⇒ A questão do acordo de acionistas

Os acordos de acionistas se fundamentam tanto na organização de interesses de acionistas controladores quanto de acionistas minoritários. A reforma legal, conforme apontado por Gorga (2004, p. 315) estabeleceu o seguinte:

A reforma estabelece que se o acionista que é parte em acordo de acionistas estiver ausente em uma assembleia geral, não votando nos assuntos especificados no acordo de acionistas, qualquer parte prejudicada terá o direito de votar com suas ações. Nessa hipótese, a lei conferiu habilidade aos acionistas para fazer cumprir o acordo.

Com base nessas considerações, verifica-se que a lei determina que o presidente da assembleia não poderá computar um voto que esteja conflitante com as disposições do acordo. Além disso, os conselheiros da companhia serão obrigados a votar conforme os termos do acordo de acionistas concluído pelos acionistas que os elegeram, ou seja, os mesmos não seriam independentes para decidir sobre assuntos que já tenham sido tratados por acordo de acionistas.

Conclui-se então que a reforma legal vinculou a vontade dos conselheiros à vontade estipulada no acordo de acionistas que os elegeram, fazendo com que os acionistas tenham possibilidade de interferir na vontade desses conselheiros o que, de certa forma, torna as decisões independentes do conselho de administração um tanto quanto enfraquecidas, no intuito de efetivamente administrar e decidir os rumos das companhias.

3.2 Os códigos voluntários de governança corporativa

Ao se estabelecer uma abordagem descritiva dos códigos voluntários de governança corporativa, deve-se necessariamente estudar o relacionamento desses pressupostos com os princípios da OCDE, visto que em termos de marcos históricos de governança corporativa, seus princípios são abrangentes e de maior alcance, em função de se tratar de organismo multilateral que congrega os vinte e nove países mais industrializados do mundo.

Em termos gerais, as conclusões do trabalho da OCDE buscaram estabelecer diretrizes de apoio às práticas de governança corporativa, fundamentados em cinco concepções, apontados por Andrade e Rossetti (2004, p. 75):

- Extensão do escopo da governança corporativa, objetivando maximizar os interesses e ser rigorosa quanto aos direitos dos acionistas, atentando-se para as expectativas de outras partes interessadas. Expansão da perspectiva do modelo *shareholder* para *stakeholder*;
- Estipular regras que presidam a separação entre a propriedade e a gestão, eliminando conflitos de agência e reduzindo tanto quanto possível os seus custos;
- Abrir espaços nas companhias para a participação ativa dos acionistas minoritários;
- Definir com clareza as responsabilidades dos conselhos de administração e da direção executiva das corporações;
- Definir critérios para a criação de mercados regulatórios.

Além disso, os princípios da OCDE objetivam assessorar governos membros e não-membros em seus esforços de avaliação e aperfeiçoamento da estrutura regulatória e jurídica para a governança corporativa em cada um de seus países. Além disso, seus princípios proporcionam uma clareza na separação dos papéis dos acionistas, dos conselhos, da direção executiva e de quaisquer outras partes interessadas.

A influência dos princípios da OCDE em níveis nacionais fundamentou-se no desenvolvimento e proposição de códigos de melhores práticas de governança corporativa, elaborados pelas seguintes entidades no Brasil:

- Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), elaborado em 1999;
- Criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa, no ano 2000;
- Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa, elaborada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no ano 2002.

O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado pelo IBGC tem como pressuposto indicar alguns caminhos para as empresas, objetivando estabelecer bases para melhorar o desempenho e facilitar o acesso ao capital. Configurado em seis partes básicas, o Código versa sobre as seguintes questões: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, fiscalização e ética.

Como fator de influência externa, o Código do IBGC possui pressupostos amparados ou não pela legislação societária, caracterizado por adesão e aplicação voluntária. Os pressupostos de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa são as linhas centrais do código. A importância da evidência encontra-se retratada no código por meio da exigência sobre o executivo principal e diretoria executiva, no sentido de que os mesmos satisfaçam às diferentes necessidades de informação dos proprietários, do conselho de administração, da auditoria independente e do conselho fiscal. Verifica-se aí a influência dos princípios da OCDE, objetivando o atendimento dos anseios não só dos acionistas, mas também de quaisquer partes interessadas (*stakeholders*).

Concebe-se que o incentivo à adesão voluntária aos códigos de governança desses órgãos pressupõe uma certa noção de complemento aos dispositivos legais, especificamente a legislação societária, em face principalmente dos mesmos não cumprirem certos pressupostos tidos como pilares para as práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, verifica-se que a criação do Novo Mercado pela Bovespa tem alto poder restritivo, como por exemplo, o da existência de apenas uma classe de ações com direito a voto (ordinárias). No intuito de se estabelecer níveis intermediários de adesão às práticas de governança, criaram-se também os nível 1 e 2 de governança corporativa, sendo que em todos os três níveis (1, 2 e Novo Mercado), a adesão também é voluntária.

Apesar dos quesitos restritivos e imposições claras em termos de transparência e regras de governança corporativa, verifica-se algumas intenções materializadas com base nos pedidos encaminhados à CVM para o lançamento de ações no Novo Mercado, por parte das seguintes empresas: Grendene, Diagnósticos da América, Renar Maçãs e Porto Seguro (SOUZA, 2004, p. 12-14).

A Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários, de forma menos explícita, aliou-se ao conjunto de novos dispositivos legais que objetivaram estabelecer elementos externos para influenciar as práticas de governança corporativa nas companhias. Com relação às recomendações da CVM, Andrade e Rossetti (2004, p. 290) afirmam o seguinte: “As recomendações são uma clara sinalização do reconhecimento por parte da autarquia quanto aos possíveis benefícios das práticas de boa governança.”

Deixar-se-á de se discutir nesse trabalho, de modo analítico, cada um dos pressupostos contidos nos códigos voluntários em virtude de já serem amplamente publicados no meio acadêmico. Para fins de análise, estabelece-se uma linha de raciocínio que pode levar à conclusão de que por influenciarem de forma clara a gestão das empresas que os praticam, todos os códigos voluntários fazem parte dos elementos de força externa, consubstanciados também como políticas públicas que influenciam as práticas de governança corporativa.

3.3 O papel dos investidores institucionais

Gillan e Starks (2003, p. 34) descrevem da seguinte maneira o papel dos investidores institucionais, frente os processos de governança corporativa:

De forma geral, espera-se que os investidores institucionais incrementem a liquidez, volatilidade e o valor dos títulos mobiliários nos mercados em que investem. A seu turno, o incremento no nível de informação poderá resultar em um melhor nível de monitoramento, bem como em melhores estruturas de governança corporativa. Em alguns casos, a liberalização dos mercados, e aspectos relacionados às políticas governamentais serão os maiores direcionadores das mudanças, sugerindo que o papel dos investidores institucionais seja minimizado. Em outros casos, investidores institucionais, estrangeiros ou locais, terão um papel mais preponderante, particularmente sobre os capitais que eles controlam.

Oliveira e Jesus (2004, p. 10) demonstram que a estratégia de investimento dos fundos de pensão tem contribuído para a alteração na estrutura de propriedade no Brasil. Os investidores institucionais, representados pelos fundos de investimento e fundos de pensão, têm substituído o estado-empresário, refletindo uma tendência já observada em países desenvolvidos como os Estados Unidos, Holanda, Suíça e Inglaterra, caracterizando-se como uma maior preocupação com a ocupação dos assentos em conselhos de administração e fiscal das empresas no qual detém participação, conforme apontado também por Fontes Filho (2000, p. 5-6).

Andrade e Rossetti (2004, p. 301) destacam os seguintes aspectos acerca dos fundos de pensão:

- Eles se colocam na interface das forças externas e internas de governança corporativa, ao passo que podem deter expressivas participações acionárias das empresas e, então, participar ativamente das assembleias gerais e ter assento nos conselhos de administração e fiscal;
- Objetivando maximizar a rentabilidade das carteiras de investimento, e pressionados por constantes responsabilidades atuariais (crescentes sob o ponto de vista de níveis de custeio e financiamento), verifica-se que os fundos de pensão concatenam o poder com o interesse na boa governança das empresas, inclusive com o estabelecimento de instrumentos fortes de pressão para que essas práticas efetivamente aconteçam;
- Eles estabelecem uma série de instrumentos e atributos para pressionar a melhoria nos padrões de governança corporativa nas empresas que detém algum tipo de participação: a) foco (empresas eleitas para maior monitoramento da gestão nas companhias); profissionalismo (atuação a partir de códigos bem estruturados); e visão ampliada do todo (seleção das empresas com base em critérios diferenciados de avaliação das regras de governança praticadas).

Conforme apontado na avaliação de Cia, Guarita e Cia (2002) – cujo trabalho objetivou avaliar a influência da presença de investidores institucionais na valorização das empresas e desempenho desses investidores como gestores de carteiras de ações, no mercado brasileiro, no período de dezembro de 1994 a março de 2000 – verifica-se que os estudos empíricos existentes que examinaram o relacionamento entre o desempenho das empresas e o seu controle por grandes investidores nacionais, mostraram-se não conclusivos, sugerindo a utilização de métodos mais elaborados de aferição de desempenho, bem como do papel de *corporate governance*. Apesar disso, sugerem a existência de uma certa diferenciação entre empresas com participação de investidores institucionais e a totalidade de empresas de capital aberto, em relação aos índices de retorno sobre o ativo e concentrações em determinados setores, diferenciação esta estabelecida por Guarita (2000).

No Brasil, evidencia-se que a atuação dos investidores institucionais como agentes de governança nas empresas ainda seja um pouco recente. Aponta-se que suas carteiras de ações primeiramente foram constituídas por conta de instrumentos

legais, vistos primeiramente como agentes de desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, por intermédio da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.829/2001, o governo tornou obrigatória a compra de ações pelos fundos de pensão, estabelecendo a parcela de seus investimentos para esses tipos de ativos.

Como o mercado era constituído basicamente por ações preferenciais e por conta de emissões decorrentes de incentivos fiscais, os investimentos, a princípio, não foram pautados por critérios de qualidade técnica. Com isso, os investidores institucionais funcionaram por muito tempo como simples doadores de recursos, em posições minoritárias, com carteiras extremamente diversificadas e formados principalmente por ações sem direito a voto.

Esse *status quo* sofreu modificações consideráveis nos anos 90, diante da atuante participação desses investidores nos consórcios formados para a aquisições de empresas estatais. Em um grande número de empresas, os fundos passaram a integrar os blocos de controle, passando a ter uma presença mais ativista nos processos de governança das companhias. Além disso, ampliaram de forma relevante suas participações em empresas privadas que, submetidas à competição global, necessitavam de novos e grandes aportes de recursos que adviriam dos investidores institucionais.

Com essa ampla expansão em termos de participação acionária, os investidores institucionais passaram de simples agentes fomentadores de recursos, para agentes ativos dos processos de governança, tendo como expoente pioneiro a PREVI, maior fundo de pensão do Brasil, que concentra um número considerável de investimentos em empresas no país.

O exemplo da PREVI se fundamenta em um dos pilares do papel das políticas públicas, qual seja, o de se criar condições para que os investidores institucionais sejam sujeitos ativos dos processos de governança por meio de estímulos que visam, sobretudo, elevá-los à condição de detentores de instrumentos específicos que busquem melhorar as práticas de governança das companhias. O caso PREVI funciona como um exemplo, em face da edição do código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado recentemente no ano de 2004, e apontado por Andrade e Rossetti (2004, p. 302) como uma iniciativa pioneira em

termos de papel das políticas públicas, fundamentado em alguns pressupostos básicos delimitados por estes autores:

- Nortear as relações entre o fundo, as empresas onde o mesmo mantém participação e os conselheiros indicados para os órgãos de governança;
- Contribuir para a otimização do desempenho das companhias;
- Promover a proteção dos investidores e de outras partes interessadas nos resultados corporativos;
- Estabelecer caminhos para maior sucesso das companhias no mercado de capitais;
- Contribuir em processos que proporcionem a clara definição da estratégia empresarial, orientada para um crescimento sustentável e por uma postura socialmente responsável;
- Estabelecer bases para o alcance dos objetivos das companhias, para a avaliação de seu desempenho e a fiscalização de seus atos.

De maneira geral, percebe-se uma evolução singular no papel influenciador dos investidores institucionais em termos de atitudes ativistas frente a gestão das empresas no Brasil, considerando inclusive esse reordenamento de papéis em uma escala temporal bem definida no decorrer dos anos (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 303), a saber:

- Anos 70 e 80: constituição compulsória de carteira de ações, preponderando a classe preferencial, com alta dispersão por companhias e baixo interesse por controle ou exercício dos direitos de acionista;
- Primeira metade dos anos 90: maior preocupação com o retorno dos investimentos, pela percepção da tendência crescente dos chamados exigíveis atuariais; revisão analítica dos critérios de investimento, com incorporação de fundamentos técnicos estruturados de maneira mais adequada;
- Segunda metade dos anos 90: participação efetiva em consórcios e blocos de controle, ensejada pelo programa nacional de privatizações, pelos processos sucessórios em empresas familiares e por permutas, por parte das empresas, de posições exigíveis por novas estruturas de propriedade;

- Início do século vinte e um: posicionamento mais ativista, no sentido de promoção de práticas de governança corporativa; presença mais marcante nos órgãos de governança das empresas; avaliação da governança corporativa como um critério seletista no momento da constituição das carteiras de investimentos em empresas, ou seja, empresas listadas em índices diferenciados de governança na Bovespa podem ter maiores níveis de investimento por parte dos investidores institucionais. Essa característica insinua o incentivo governamental para que os fundos de pensão participem de forma mais ativa dos processos de governança empresarial, sendo um instrumento relevante de política pública objetivando incentivar as práticas adequadas de governança corporativa.

Pode-se verificar elementos de evolução da prestação de informações dos fundos de pensão aos seus próprios cotistas, fundamentadas desde agosto de 2004 por intermédio da Instrução Normativa 409 da CVM. Dentre vários aspectos destacados, está a necessidade de o regulamento dos fundos explicitar qual será sua política de votação em assembleias de empresas, não obrigando os gestores a votar, mas sim informar suas formas de atuar aos cotistas (CAPITAL ABERTO, 2004, p. 45).

3.4 Os fatores de convergência

As orientações convergentes podem ser resumidas a partir de princípios coincidentes enumerados nos códigos de boa governança. Coffee (1999, p. 19-20) agrupa essas orientações em convergências legais e convergências funcionais.

Os fatores de convergência legal e funcional relacionam-se com os processos de governança corporativa e, especificamente, na definição do papel das políticas públicas como dimensão de governança. Como forma de correlacionar esses fatores com a proposta desta pesquisa, destaca-se as conclusões de Srour (2001, p. 18) em relação à convergência legal e funcional:

A necessidade de uma Lei das S.A. mais rígida e que promova maior proteção aos interesses dos acionistas minoritários também pode ser comprovada no estudo aqui apresentado. Assim como a defesa da importância de uma convergência legal explícita, em momentos onde a legislação societária foi enfraquecida, os problemas de extração de benefícios privados da firma se tornaram mais significativos. No entanto, a conclusão principal deste trabalho é que, caso algumas firmas ou o próprio mercado de capitais não vejam os avanços da lei como suficientes para as suas necessidades em termos de governança corporativa, então a assinatura de contratos privados pode ser eficaz para este processo.

De forma pontual, pode-se estabelecer alguns pressupostos básicos em relação às orientações convergentes da seguinte forma:

⇒ Convergências legais:

- Equiparação dos direitos dos acionistas, em relação à: votos; participação em órgãos de governança; informações relevantes; participação em decisões de grande relevância; e concessão de direito de *tag along*;
- Responsabilização da alta gestão pela integridade dos relatórios financeiros;
- *Enforcement*: maior dureza na aplicação de normas legais.

⇒ Convergências funcionais:

- Padronização das normas contábeis e apresentação de relatórios financeiros: adoção dos princípios recomendados pelo *International Accounting Standards Board* (IASB);
- Instituição de conselho fiscal, eleito por assembleia;
- *Empowerment* dos conselhos de administração, objetivando os seguintes aspectos: a) maior efetividade; b) envolvimento construtivo; c) independência e ausência de conflitos de interesse; e d) complementaridade;
- Constituição de comitês técnicos, de auxílio, monitoramento e de avaliação da gestão;
- Robusta auditoria independente;
- Remuneração e pacotes de benefícios da direção executiva e dos conselheiros condicionada a indicadores de bom desempenho no curto e no longo prazo;
- Foco na geração de riqueza e na maximização do retorno dos investimentos, harmonizado com os interesses de outras partes;
- Clara separação e não acumulação de funções do *chairman* e do *chief executive officer*;

- Criação de câmaras privadas de arbitragem para resolução de controvérsias;
- Submissão a regras diferenciadas em bolsas de valores internacionais, por intermédio da emissão dos DRs (*depository receipts*).

Para De Paula (2003, p. 27) a diferenciação entre os níveis de convergência está fundamentada em alguns aspectos específicos. A convergência legal refere-se às mudanças nas leis e nos mecanismos de cumprimento das leis na direção de um padrão desejável. Objetivando alcançar a convergência legal de proteção efetiva ao investidor, os países necessitam de extensas reformas em relação ao aparato legal, regulatório e judicial, relacionando-se, portanto, aos aspectos dos campos de atuação das políticas públicas, e seu papel de influência às práticas de governança nas empresas.

Quanto à convergência funcional, a mesma apresenta-se à medida que os investidores individuais ou companhias procurem melhorar suas estruturas de governança corporativa, mesmo não dispendo de uma estrutura de governança adequada. Exemplifica-se no caso brasileiro a emissão de ADRs (*American depository Receipts*), fazendo com que as empresas emitentes procurem garantir melhores estágios de transparência, focando no aumento do acesso aos mercados acionários internacionais.

Cita-se também três exemplos recentes que abrem caminho para que as companhias busquem otimizar suas estruturas de governança, tomando por base a utilização de segmentos diferenciados de listagem na Bovespa (aumento do acesso ao mercado de capitais nacional), bem como a adesão a mecanismos de auto-regulação que influenciam os processos de governança corporativa:

- Exemplo 1: Lançamento do Bovespa Mais.

Existe a perspectiva de lançamento pela Bovespa, a partir do segundo semestre de 2005, de uma nova modalidade de acesso ao mercado de capitais. Este canal deverá se chamar Bovespa Mais e, conforme Juliboni (2005) deverá ser um segmento destinado às empresas de pequeno porte ou para grandes companhias que tenham o desejo de emitir pequenos lotes de ações em várias ofertas, com regras um pouco mais flexíveis do que o Nível 1 e 2 e o Novo Mercado.

Mandl e Vieira (2005) asseveram o seguinte em relação ao lançamento de mas um nível diferenciado de governança corporativa:

O objetivo da Bovespa é criar um estágio inicial para empresas que queiram atrair investidores de forma gradual, mas que já se comprometam a oferecer mais direitos e informações a seus acionistas até atingirem o grau máximo de governança corporativa, o Novo Mercado.

Conforme poderá ser observado no Quadro 11, as diferenças do Bovespa Mais em relação ao Novo Mercado são relativamente pequenas, estando vinculadas tanto ao tamanho das empresas, quanto à proteção aos direitos dos acionistas (MANDL e VIEIRA, 2005).

Assevera Juliboni (2005):

O custo de *disclosure*, que envolve os procedimentos de transparência da empresa, como a divulgação e auditoria dos balanços, é apontado pelos especialistas como uma das principais barreiras de acesso ao mercado de capitais no país.

No intuito de se minimizar estes custos, o Bovespa Mais dispensará as companhias do cumprimento de algumas exigências, como, por exemplo, a criação de um conselho de administração com pelo menos cinco membros, podendo as integrantes do segmento possuir apenas três conselheiros. Além disto, estão previstos certos incentivos, tais como: a) Concessão pela Bovespa de 100% de desconto na anuidade das empresas listadas, no primeiro ano, caindo gradativamente até o quarto ano da listagem; e b) Manutenção pela Bovespa de página na Internet com os dados das companhias listadas.

Explicitam Mandl e Vieira (2005) que o Bovespa Mais está sob a avaliação da Comissão de Valores Mobiliários, sendo que as regras que nortearão esse mercado de acesso serão estabelecidas em instrução a ser editada pela autarquia, reforçando seu papel como entidade regulamentadora do mercado de capitais.

QUADRO 11
Comparação entre os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

Bovespa Mais	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Atingir <i>free float</i> ¹⁴ (liquidez mínima) de 25% em até 7 anos	A listagem já exige um <i>free float</i> de 25%	A listagem já exige um <i>free float</i> de 25%	A listagem já exige um <i>free float</i> de 25%
Emissão apenas de ações ordinárias. No caso das preferenciais já emitidas, deverão ser convertidas em ordinárias	Emissão apenas de ações ordinárias	Admite ações preferenciais	Admite ações preferenciais
Dispensa auditoria nos ITRs ¹⁵	Requer auditoria de ITRs	Requer auditoria de ITRs	Não há exigência a respeito
Dispensa tradução para o inglês dos ITRs	Requer tradução para o inglês dos ITRs	Requer tradução para o inglês dos ITRs	ITRs devem ter qualidade progressiva
Dispensa versão das demonstrações anuais em padrões internacionais (US Gaap e IFRS) ¹⁶	Requer demonstrações anuais em padrão internacional (US Gaap e IFRS)	Requer demonstrações anuais em padrão internacional (US Gaap e IFRS)	Dispensa versão das demonstrações anuais em padrões internacionais (US Gaap e IFRS)
Dispensa a necessidade da dispersão das distribuições públicas	Requer distribuição pulverizada das emissões	Requer distribuição pulverizada das emissões	Requer distribuição pulverizada das emissões

Fonte: Bovespa.

- Exemplo 2: Lançamento do Índice *Tag Along*.

¹⁴ O *free float* caracteriza-se como a parcela mínima de capital das companhias que deve circular no mercado acionário.

¹⁵ Os ITRs referem-se às informações trimestrais que as companhias devem encaminhar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

¹⁶ Os US GAAP referem-se aos princípios/padrões contábeis aceitos nos Estados Unidos da América, e os IFRS referem-se aos princípios/padrões contábeis internacionais, aceitos principalmente na Europa.

A Bovespa lançou no dia 30/06/2005 o Índice *Tag Along* (ITAG), com o objetivo de medir o comportamento das ações das empresas que oferecem aos minoritários o direito de receber o mesmo valor ou pelo menos um percentual do que foi pago ao controlador, no caso de troca de controle.

Evidencia-se que o novo índice surge em um momento em que os participantes do mercado de capitais ainda discutem a forma das empresas brasileiras usarem o *tag along* e seus prós e contras aos minoritários. A título exemplificativo, citou-se na seção 2.4.4.2 a discussão entre a CVM e o Grupo Pão de Açúcar.

A Lei n.º 10.303/2001 determina que as companhias abertas ofereçam aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias pelo menos 80% do valor pago pelo controle, não estendendo o mesmo benefício aos acionistas detentores de ações preferenciais. Na tentativa de equilibrar este tratamento, existem as iniciativas da Bovespa, por intermédio do Nível 2 de Governança Corporativa, por intermédio do Novo Mercado e agora por intermédio do ITAG.

A partir da análise de Napolitano (2005), não existe a garantia de que o melhor desempenho na bolsa de valores esteja atrelado às maiores garantias concedidas aos acionistas minoritários. Apesar disto, estatísticas apontadas por Camba (2005) anunciam o seguinte:

Considerando a formação atual do índice, este ano, até 24 de junho, o ITAG cai 1,4%, enquanto que o Índice de Governança Corporativa (IGC) – que reúne as ações das empresas presentes no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – registra queda de 4% e o Índice Bovespa (Ibovespa) cai 4,9%. A diferença é ainda mais gritante em um período maior. Desde 2003, o ITAG acumula alta de 217,6%, frente a valorização de 138% do IGC e de 121% do Ibovespa.

Pode-se aduzir que o fato do ITAG render mais do que o IGC estabelece que o *tag along* pode ser uma das prioridades para o investidor, especialmente para os acionistas minoritários, dentro das práticas diferenciadas de governança corporativa, surgindo como um dos elementos de promover maior atratividade e confiança nas companhias classificadas neste índice.

Conforme poderá ser observado no Quadro 12, a carteira do ITAG congregou 40 companhias, das 51 empresas listadas na bolsa que oferecem *tag along* diferenciado.

QUADRO 12
Listagem das empresas que fazem parte do Índice *Tag Along* (ITAG)
(continua)

Nome de Pregão	<i>Tag Along</i> Ordinárias (%)	<i>Tag Along</i> Preferenciais (%)	Segmento de Listagem
América Latina Logística	100	100	Nível 2
Banco do Brasil	100	-	Tradicional
Bradesco	100	80	Nível 1
Braskem	100	100	Nível 1
CCR Rodovias	100	-	Novo Mercado
Celesc	100	100	Nível 2
Coteminas	80	80	Tradicional
CPFL Energia	100	-	Novo Mercado
Diagnósticos da América	100	-	Novo Mercado
Duratex	80	80	Tradicional
Elekeiroz	80	80	Tradicional
Eletropaulo	100	70	Nível 2
Eternit	100	80	Nível 2
F Cataguazes	80	80	Tradicional
Ger Paranap	80	80	Tradicional
Gerdau	100	100	Nível 1
Gerdau Met	100	100	Nível 1
Gol Linhas Aéreas	100	100	Nível 2
Grendene	100	-	Novo Mercado
Ideiasnet 1	100	-	Tradicional
Itaubanco	80	80	Nível 1
Itausa	80	80	Nível 1
Localiza	100	-	Novo Mercado
Marcopolo	100	80	Nível 2
Natura	100	-	Novo Mercado

(conclusão)

Nome de Pregão	<i>Tag Along</i> Ordinárias (%)	<i>Tag Along</i> Preferenciais (%)	Segmento de Listagem
Net	100	100	Nível 2
Perdigão S/A	80	80	Nível 1
Pettenati	80	80	Tradicional
Porto Seguro S/A	100	-	Novo Mercado
Rando Part	80	80	Nível 1
Renar Maçãs	100	-	Novo Mercado
Sabesp	100	-	Novo Mercado
Sansuy	80	80	Tradicional
Saraiva Livr	80	90	Tradicional
Submarino	100	-	Novo Mercado
Suzano Petroquímica	100	80	Nível 2
Tam	100	100	Nível 2
Tekno	80	80	Tradicional
Ultrapar	100	100	Tradicional
Weg	80	80	Nível 1

Fonte: Bovespa.

- Exemplo 3: Código de Auto-Regulação da Anbid.

Conforme explicitado por Camba (2005), existe uma previsão de que a próxima entidade do mercado de capitais a abraçar a causa da governança corporativa seja a Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos).

A iniciativa deverá passar pela inclusão em seu Código de Auto-Regulação para ofertas públicas de títulos e valores mobiliários, de uma série de quesitos que deverão ser cumpridos nos prospectos das operações. Estes pontos visam tornar claros os estágios de governança corporativa das companhias, podendo ser resumidos da seguinte forma:

- Enumeração de dados sobre os conselhos de administração e fiscal, fazendo com que se conste o número de conselheiros, o número de conselheiros independentes, o número de representantes dos

- acionistas minoritários, a frequência das reuniões e as decisões que foram tomadas pelos dois conselhos no último ano;
- Informação se a companhia pertence a algum dos três níveis de governança da Bovespa;
 - Evidenciação se os acionistas detentores de ações preferenciais possuem o direito de receber parte do valor oferecido aos controladores no caso de troca de controle (direito ao *tag along*);
 - Evidenciação se os acionistas detentores de ações ordinárias recebem *tag along* maior que os 80% exigidos pela Lei n.º 10.303/2001;
 - Enumeração de informações quanto à política de dividendos, pagamentos de bônus e programas de opções de ações para os executivos;
 - Apresentação de informações quanto a acordos de acionistas, quantidade de ações em circulação no mercado e se a companhia adere a alguma câmara de arbitragem para solução de conflitos societários.

Verifica-se que o posicionamento da Anbid objetiva fazer com que o Código de Auto-Regulação seja ainda mais rígido do que o aparato legal, conforme observado por Camba (2005), fazendo com que se tenha uma evolução em termos de exigência das informações sobre o estado de governança nas companhias que desejarem fazer ofertas públicas de títulos e valores mobiliários.

Assim sendo, e tomando por base esses exemplos, estabelece-se que existe a possibilidade das empresas se valerem dos pressupostos contidos nos níveis de convergência funcional, como meios de suplementar as deficiências do aparato legal, relacionado diretamente aos níveis de convergência legal. Tais aspectos são validados pelos estudos de Klapper e Love (2002, p. 26), onde se pressupõe o seguinte: “[...] as empresas só seriam capazes de otimizar suas relações com os acionistas minoritários, à medida que valessem das duas soluções em termos de convergência, qual seja a legal e a funcional.”

Segundo as autoras, essas soluções deveriam ser utilizadas de forma complementar, ou seja, as empresas seriam evidentemente capazes de promover de

forma independente a proteção aos investidores minoritários até um certo nível, requerendo também a existência de uma infra-estrutura legal adequada para que isso ocorresse.

Apesar dessa relação de complementaridade, no sentido de influenciar os impactos nos processos de governança e, por sua vez, servir de base para uma atuação mais ativa das políticas públicas como fatores de convergência do tipo legal, destacam-se investigações que revelam que o registro de concessão de ADRs para as empresas brasileiras, que implicam no comprometimento com padrões mais elevados de *disclosure*, exercem impacto na valorização das empresas, conforme revelam as conclusões de Garcia, Sato e Caselani (2002).

O próximo capítulo será dedicado à avaliação dos resultados da pesquisa, mediante a descrição do proceder metodológico, a apresentação dos testes estatísticos utilizados e a análise dos resultados efetivamente alcançados.

4 Análise dos Resultados.

4.1 Descrição dos procedimentos de pesquisa

Conforme anteriormente elucidado na delimitação deste estudo, foi feita a tentativa de se coletar dados em todas as companhias não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, considerando a data base de 14 de março de 2005, perfazendo um total de 337 (trezentos e trinta e sete) empresas, mediante o envio de questionário de pesquisa de campo apresentado no Apêndice A ao final do trabalho, através de correio eletrônico e posterior contato telefônico.

Além destas companhias, também foram enviados questionários para 115 (cento e quinze) fundos de pensão, conforme modelo também apresentado no Apêndice A, mediante correio eletrônico.

Com relação aos fundos de pensão, apenas 7 (sete) entidades efetivamente contribuíram com a pesquisa, fazendo com que o aproveitamento das respostas encaminhadas ficasse prejudicada. No Apêndice E estão relacionados alguns exemplos da abstenção das companhias e fundos de pensão na resposta aos questionários, evidenciando os principais empecilhos e limitações em relação à obtenção dos dados necessários. Por motivos éticos, foram omitidos os nomes dos respondentes e das respectivas companhias e fundos de pensão.

Em relação às Companhias, 40 (quarenta) responderam de forma satisfatória aos questionamentos, permitindo que se fizesse um tratamento apropriado aos dados. Reitera-se que o percentual de respostas angariado superou as expectativas, fazendo com que os resultados finais fossem alcançados de forma adequada.

Os questionários foram construídos tomando por base blocos de questões, que pudessem permitir um relacionamento adequado com o tema de pesquisa sob diversos aspectos.

Abaixo, serão descritos os itens básicos contidos por bloco de questões encaminhadas às Companhias, em face deste estudo se ater em evidenciar os resultados obtidos com estas entidades. O objetivo desta descrição é o de se permitir uma adequada visualização dos resultados a serem apresentados na próxima sub-seção do trabalho.

O Bloco 1 do questionário procurou avaliar o perfil das companhias e dos respondentes, sendo questionados basicamente os seguintes aspectos:

- Classificação Setorial, conforme critérios estabelecidos pela Bovespa, e apresentada discriminadamente no Gráfico 1;
- Classificação atual na listagem da Bovespa, conforme apresentado no Gráfico 2;
- Categoria dos acionistas controladores, a ser visualizada no Gráfico 3;
- Número de ações ordinárias emitidas pelas companhias, vislumbrada no Gráfico 4;
- Critérios de negociação de ADRs por parte das companhias analisadas, conforme Gráfico 5;
- Política de dividendos adotada pelas companhias, apresentada no Gráfico 6;
- Valores da Receita Operacional Bruta Média Anual das companhias analisadas, conforme Gráfico 7;
- Perfil geral do respondente do questionário, contendo: descrição do cargo, tempo de empresa e perfil acadêmico.

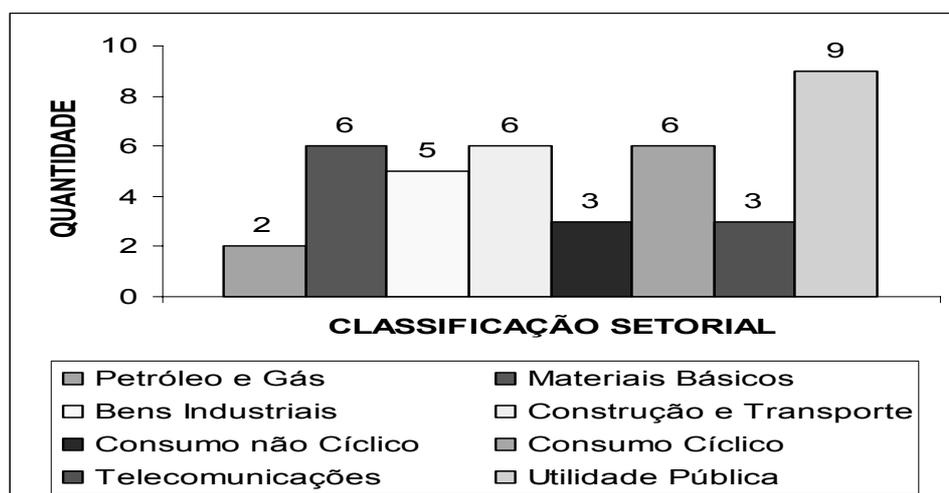


GRÁFICO 1 – Classificação setorial das companhias analisadas.

Fonte: O autor.

A classificação setorial das companhias analisadas encontra-se disposta no Gráfico 1. Observa-se que os setores de utilidade pública, materiais básicos, construção/transporte e de consumo cíclico dominaram a amostragem.

No Gráfico 2, verifica-se um fator limitante da pesquisa, visto que a maioria das companhias não está listada em nenhum dos índices da Bovespa, e conseqüentemente as entidades listadas nos segmentos diferenciados (apenas uma no IGC Novo Mercado e uma no IGC Nível 2) são a minoria da amostra. Assim sendo, vislumbra-se um cenário de companhias que não estão atreladas a quaisquer instrumentos que as obriguem a manter práticas diferenciadas de governança corporativa e que, pelo menos no campo teórico, estão vinculadas a um universo de menor proteção aos acionistas minoritários.

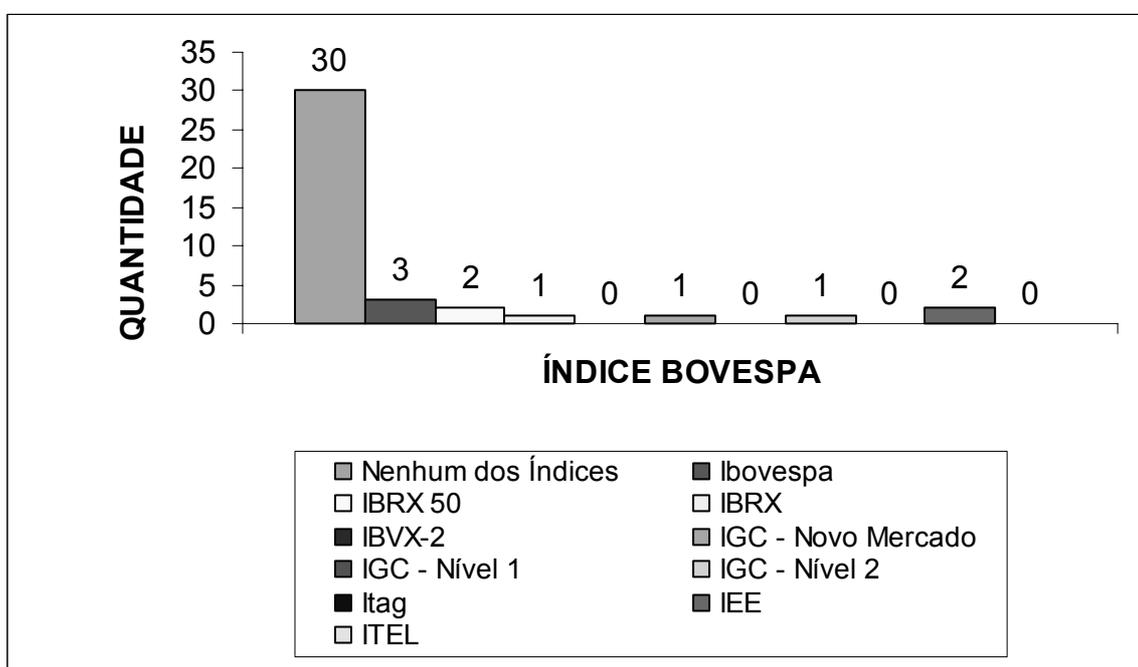


GRÁFICO 2 – Classificação atual das companhias analisadas de acordo com os índices da Bovespa.

Fonte: O autor.

O Gráfico 3 apresenta a categoria dos acionistas controladores das companhias analisadas. Verifica-se que a maior parte possui controlador ou grupo controlador de capital privado nacional, seguido da categoria familiar ou individual.

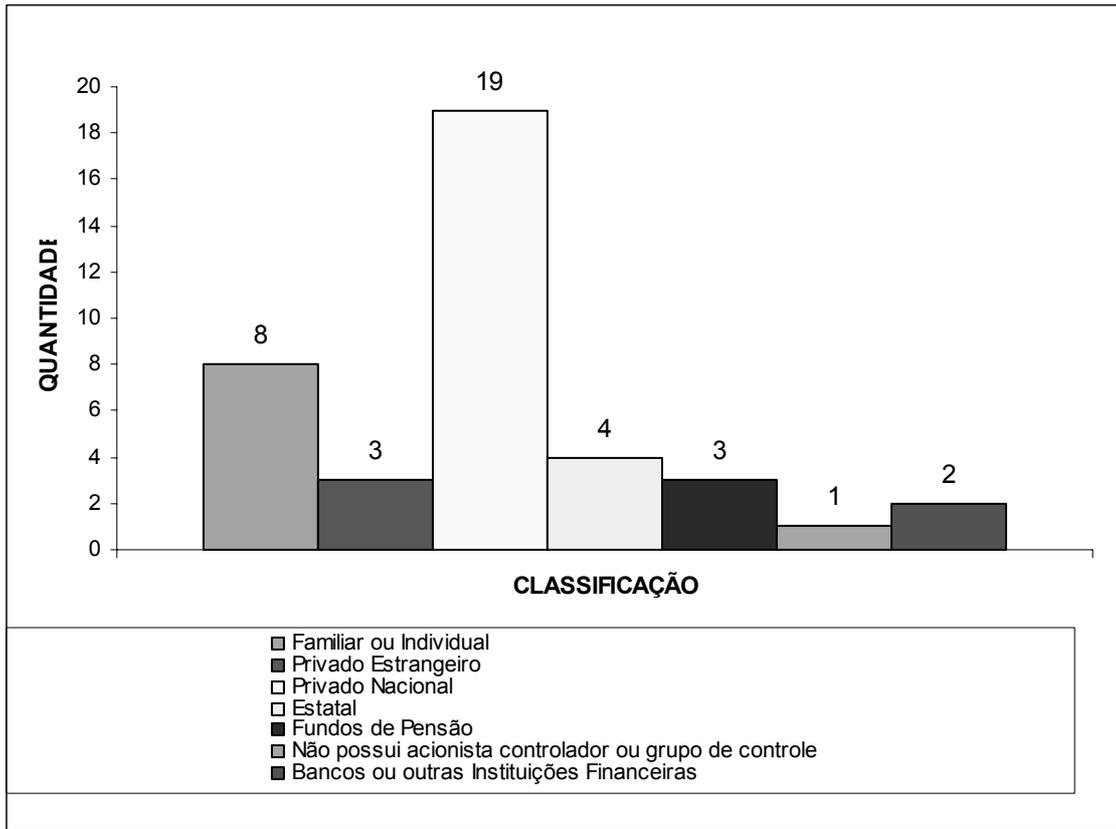


GRÁFICO 3 – Categoria dos acionistas controladores das companhias analisadas.

Fonte: O autor.

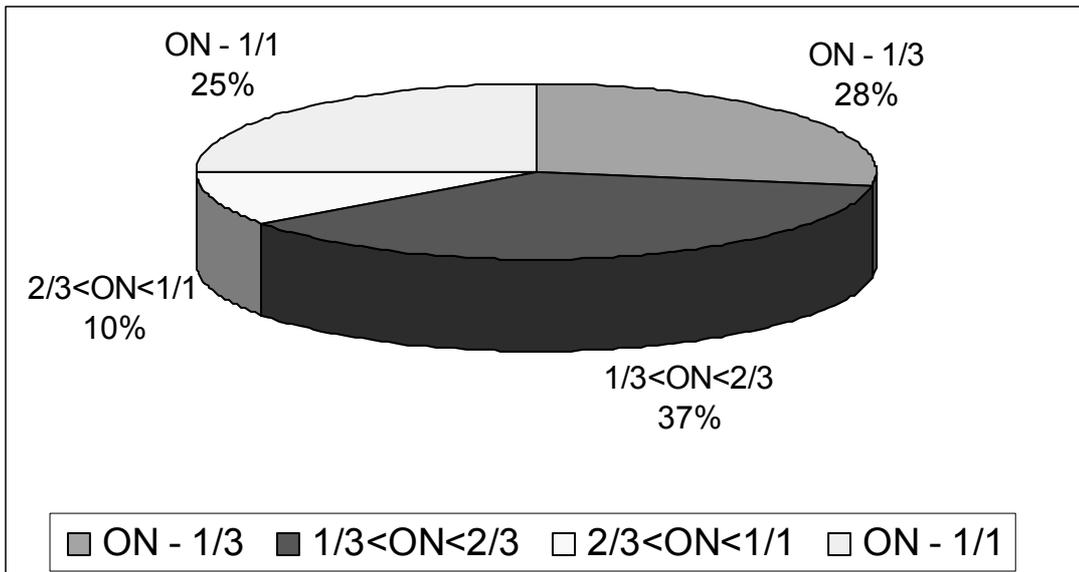


GRÁFICO 4 – Número de ações ordinárias emitidas pelas companhias analisadas.

Fonte: O autor.

No Gráfico 4 existem algumas considerações que podem ser enumeradas conforme descrição abaixo:

- 25% das Companhias analisadas têm 100% de ações ordinárias emitidas, extrapolando a previsibilidade legal de 1/3 para companhias já existentes e 1/2 para as novas companhias;
- 28% das Companhias têm 1/3 de ações ordinárias emitidas, dentro do limite legal;
- 10% das Companhias têm entre 2/3 e 100% de ações ordinárias emitidas, extrapolando a previsibilidade legal;
- 37% das Companhias têm entre 1/3 e 2/3 de ações ordinárias emitidas, extrapolando a previsibilidade legal;
- 72% das Companhias têm ações ordinárias emitidas acima da previsibilidade legal, para as companhias já existentes, qual seja, o limite de emissão de no mínimo 1/3 (33,33%) de ações ordinárias.

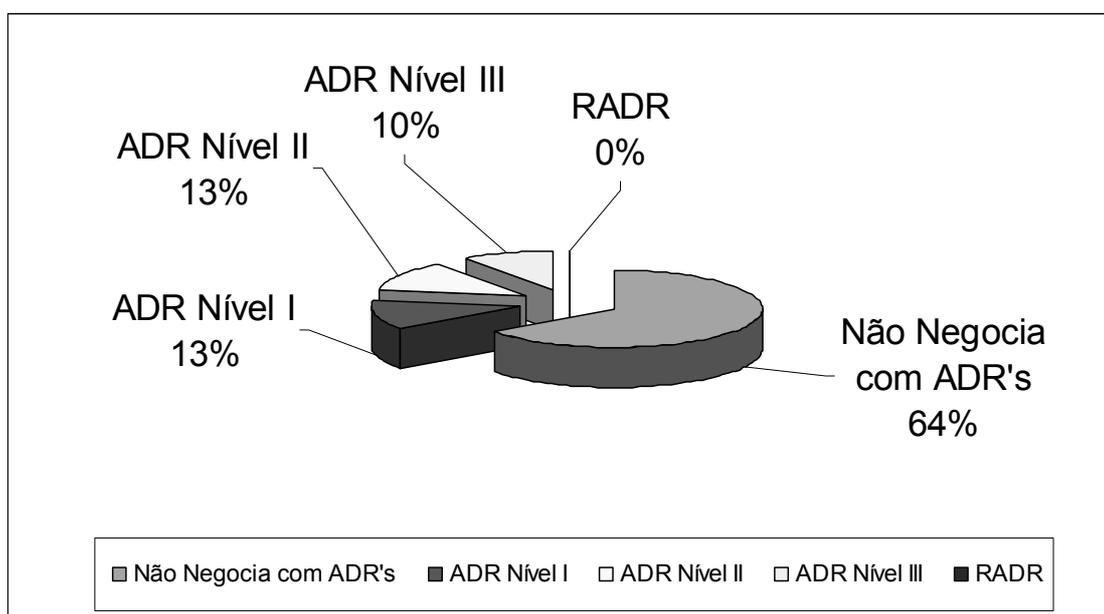


GRÁFICO 5 – Negociação de ADRs por parte das companhias analisadas.

Fonte: O autor.

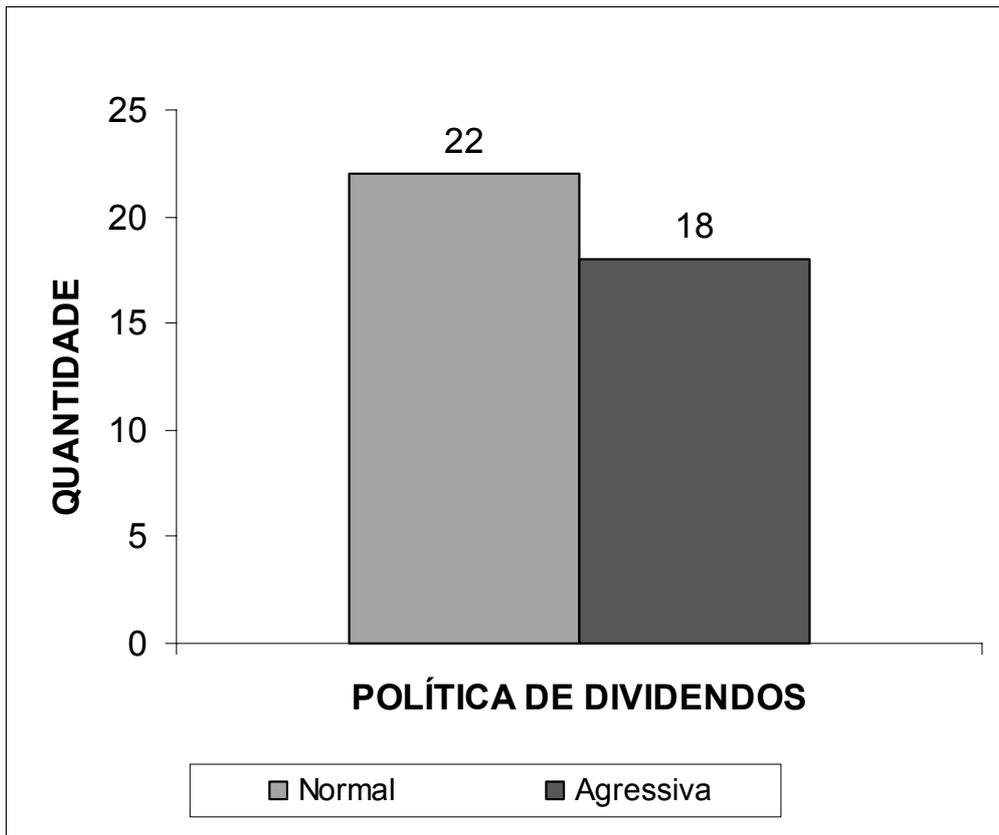


GRÁFICO 6 – Política de dividendos das companhias analisadas.

Fonte: O autor.

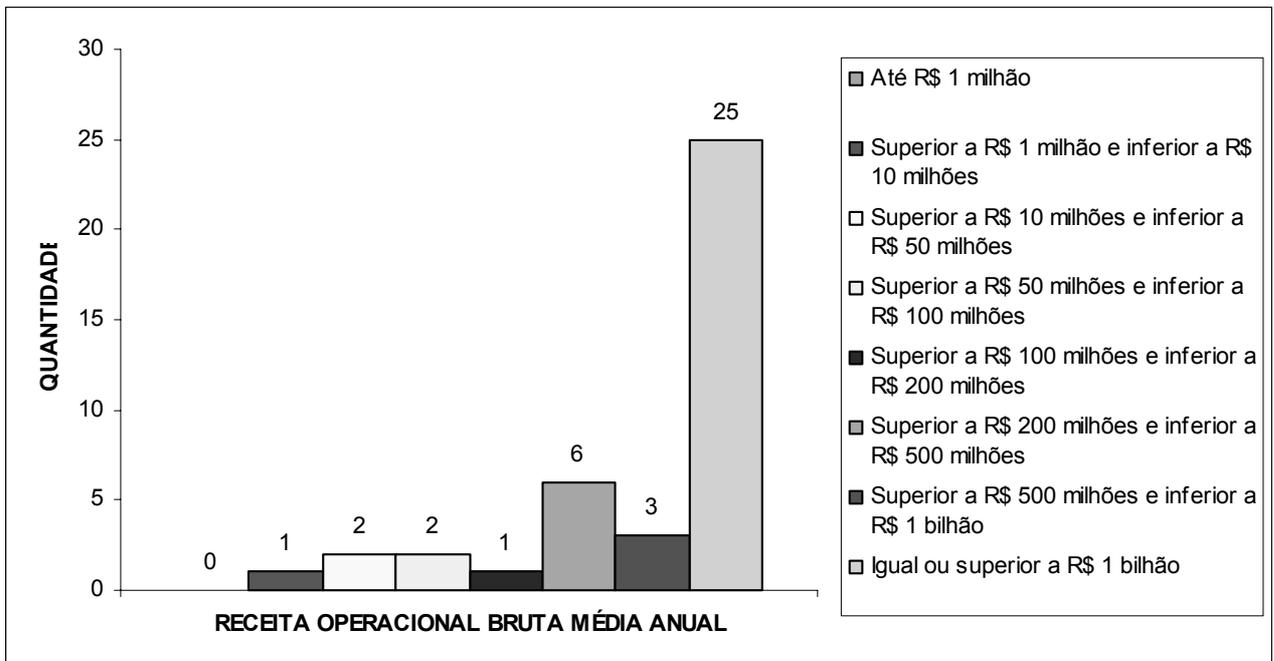


GRÁFICO 7 – Valores da Receita Operacional Bruta Média Anual das companhias analisadas.

Fonte: O autor.

O Gráfico 5 apresenta a classificação das companhias em relação à negociação com ADRs. Observa-se que a maioria não negocia com ADRs e, portanto, não estão vinculadas às regras contidas na legislação societária norte-americana e mais especificamente à Lei Sarbanes-Oxley.

A análise do Gráfico 6 permite afirmar que houve equilíbrio entre as companhias que possuem uma política de dividendos normal e política de dividendos agressiva. Tal fato ratifica o padrão de concordância apresentado na resposta à questão 21 do questionário, que afirma que a Lei 10.303/2001 apenas manteve as vantagens da Lei 6.404/76 em relação às ações preferenciais, ou seja, a concordância leva a crer que algumas companhias analisadas procuram ofertar vantagens adicionais em relação a legislação societária, por possuírem uma política agressiva de dividendos.

Por fim, o Gráfico 7 evidencia os valores da receita operacional bruta média anual das companhias analisadas. Observa-se que a maioria apresenta faturamento igual ou superior a R\$ 1 bilhão/ano, ou seja, são empresas de maior porte. Apesar disto, verifica-se que nem sempre o porte da companhia está correlacionado com a sua listagem nos diversos índices da Bovespa, ou seja, pelo menos para a amostra utilizada o tamanho da companhia não implica necessariamente em obediência a regras diferenciadas de governança corporativa.

O Bloco 2 do questionário aplicado às companhias procurou avaliar os reflexos da emissão de ações preferenciais por parte das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.

De forma pontual, o reflexo da emissão de ações preferenciais foi apresentado no questionário nas seguintes dimensões:

- Avaliação da regra: “uma ação – um voto”;
- Manutenção, para as companhias abertas existentes, da proporção de emissão de 2/3 de ações preferenciais, inclusive em relação a novas emissões;
- Novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais, para novas companhias ou empresas que decidam abrir seu capital relacionado à: 1) separação de investimento do poder de decisão; 2) dispositivo legal como instrumento de atratividade para investimento de acionistas minoritários; 3) obrigatoriedade das

companhias abertas existentes de também emitirem a proporção de 50% de ações preferenciais; e 4) avaliação se o limite de emissão de 50% de ações preferenciais pode prejudicar o ativismo dos acionistas minoritários; e

- Visualização se o instrumento legal apresentou-se como mero ratificador das vantagens já previstas na legislação anterior, relacionadas às ações preferenciais.

O Bloco 3 do questionário procurou avaliar a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001.

Com relação à representatividade dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Assembléias, os questionamentos focaram basicamente nos seguintes pontos:

- Maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, por intermédio da eleição separada da Assembléia Geral, de um membro que efetivamente os represente;
- Garantia ao acionista controlador de manter o Conselho de Administração sempre constituído por conselheiros apontados por ele, fazendo com que exista a possibilidade de enfraquecimento do mecanismo de decisão dos acionistas minoritários, destacados no item anterior;
- Utilização dos mecanismos de “voto múltiplo” após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001;
- Visualização se as novas prerrogativas de Lei N.º 10.303/2001 podem auxiliar no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembléias;
- Sentimento quanto à maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (apenas para os caracterizados como minoritários) nos processos de deliberação ou votação.

O Bloco 4 do questionário buscou avaliar os direitos na alienação de controle das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.

Os direitos na alienação de controle, interrogados no Bloco 4 do questionário, foram avaliados com base nas seguintes dimensões:

- Manutenção do direito a *tag along* de 80%, em caso de alienação do bloco de controle;
- Indispensabilidade da regra obrigatória de *tag along* no contexto brasileiro, cujo ambiente pode ser caracterizado como propício para confisco de valor dos acionistas minoritários;
- Adoção ou não da regra obrigatória de *tag along* de 100% no contexto brasileiro.

Em relação ao Bloco 5 do questionário, o mesmo visou avaliar questões gerais presentes nos processos de gestão das Companhias Abertas Brasileiras, após a aprovação da Lei N.º 10.303/2001.

As questões gerais dos processos de gestão das Companhias, elencadas no Bloco 5 do questionário, vislumbraram basicamente o seguinte:

- Análise da vinculação da vontade dos conselheiros à vontade do acordo de acionistas que os elegeram;
- Avaliação se a resolução de disputas societárias nas câmaras de arbitragem pode funcionar como elemento potencializador do ativismo dos acionistas minoritários;
- Melhoria do ativismo dos acionistas minoritários com base em: 1) aumento do poder individual dos integrantes do conselho fiscal; e 2) transparência nas informações a serem prestadas pelos administradores das Companhias à CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Finalmente, o Bloco 6 do questionário avalia algumas políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa, excluindo-se o aparato legal da Lei N.º 10.303/2001.

As políticas públicas específicas destacadas no Bloco 6, dizem respeito ao seguinte:

- Provável conversão das formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley em benefícios para a gestão das companhias;
- Provável fortalecimento dos processos de Governança Corporativa com o advento da Nova Lei de Recuperação de Falências (Lei N.º 11.101/2005);

- Destaque dos principais problemas que podem ser causados pelos processos de recuperação judicial, resumidamente relativo à: 1) Relacionamento com o Fisco; 2) Prazos exíguos; 3) Clareza quanto às dívidas e trabalhistas; e 4) Decisões de venda por parte do juiz responsável pela falência).

4.2 Apresentação e análise dos resultados

4.2.1 Tipologia do Estudo

Dentro das metodologias de pesquisa aplicáveis às ciências sociais, basicamente define-se o método a partir da determinação de três elementos principais, conforme Beuren (2003, p. 79): tipologia de pesquisa quanto aos objetivos; tipologia de pesquisa quanto aos procedimentos e tipologia de pesquisa em relação à abordagem escolhida.

Assim sendo, enquadrou-se este trabalho nas seguintes tipologias:

- Quanto aos objetivos: trata-se de pesquisa descritiva, visto que o objetivo principal está relacionado à descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Além disto, ressalta-se como característica desse tipo de pesquisa a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, no caso, a aplicação de questionário;
- Quanto aos procedimentos: a pesquisa está fundamentada em uma revisão bibliográfica consistente da literatura relacionada ao tema de estudo, respaldada pelo levantamento de campo ou *survey*, instrumentalizado pelos questionários enviados às companhias e fundos de pensão;
- Quanto à abordagem do problema: consistida com base na abordagem quantitativa, pelo fato do emprego de instrumentos estatísticos no tratamento dos dados.

4.2.2 Levantamento dos Dados: O Questionário

Conforme anteriormente já mencionado, o instrumento de coleta de dados consistiu-se em um modelo de questionário de autopreenchimento, encaminhado a 337 Companhias não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, na data base de 14 de março de 2005. O questionário está estruturado em seis blocos de questões. No bloco um há doze questões, cujo objetivo é caracterizar as empresas e os respondentes da amostra – nas questões 5 e 6 por exemplo, caracteriza-se a

empresa do respondente quanto à participação das ações ordinárias e preferenciais no total e ações ordinárias e preferenciais do grupo controlador.

Dos 337 questionários encaminhados, houve êxito de respostas em 40 questionários, o suficiente para proceder a aplicação de alguns testes estatísticos. Nas questões desses blocos os respondentes constroem níveis de aceitação em relação às afirmações, conforme suas experiências e influências sociais, baseado na Escala de Likert.

As escalas de Likert, ou Escalas Somadas, exigem que os entrevistados indiquem seu grau de concordância ou discordância com declarações relativas à atitude que está sendo medida. Atribuem-se valores numéricos e/ou sinais às respostas para refletir a força e a direção da reação do entrevistado à declaração. As declarações de concordância devem receber valores positivos ou altos enquanto as declarações das quais discordam devem receber valores negativos ou baixos (MATTAR, 2001).

As escalas podem ir, por exemplo, de 1 a 5, de 5 a 1, ou de +2 a -2, passando por zero. As declarações devem disponibilizar ao entrevistado a possibilidade de expressar respostas claras em vez de respostas neutras ou ambíguas. Mattar (2001) explica que a cada célula de resposta é atribuído um número que reflete a direção da atitude dos respondentes em relação a cada afirmação. A pontuação total da atitude de cada respondente é dada pela somatória das pontuações obtidas para cada afirmação.

Segundo Mattar (2001), as principais vantagens das Escalas Likert são a simplicidade de construção; o uso de afirmações que não estão explicitamente ligadas à atitude estudada, permitindo a inclusão de qualquer item que se verifique, empiricamente, ser coerente com o resultado final; e ainda, a amplitude de respostas permitidas apresenta cinco informações precisas da opinião do respondente em relação a cada afirmação. Como desvantagem, por ser uma escala essencialmente ordinal, não permite dizer quanto um respondente é mais favorável a outro, nem mede o quanto de mudança ocorre na atitude após expor os respondentes a determinados eventos.

4.2.3 Métodos Estatísticos Utilizados

4.2.3.1 Estatística Paramétrica versus Estatística Não-Paramétrica

Siegel (1975, p.2) classifica as técnicas de inferência estatística em duas categorias: estatística paramétrica e estatística não paramétrica. Na primeira fazem-se diversas hipóteses sobre a natureza da população da qual se extraíram os dados, como por exemplo, que os dados tenham sido extraídos de uma população com distribuição normal e/ou possuem variâncias homogêneas. Os métodos dispostos nessa categoria são aplicáveis essencialmente à dados que tenham no mínimo, o nível intervalar de mensuração e/ou não violem suas hipóteses.

As técnicas não-paramétricas ou de “distribuições livres”, não fazem qualificações sobre as distribuições da população e/ou exigem hipóteses menos restritivas. Os métodos desenvolvidos nessa categoria aplicam-se inclusive à dados com nível ordinal e nominal de mensuração.

Caso os dados disponíveis possuam escala intervalar e não violem nenhuma das hipóteses requeridas aos testes paramétricos usuais, tais como Teste t e Análise de Variância (ANOVA), priorizam-se esses em detrimento dos não-paramétricos devido o seu maior poder estatístico (LEVIN, 1987, p.193) Entretanto, caso as hipóteses dos testes paramétricos não sejam satisfeitas, ou os dados não sejam de nível intervalar de mensuração, os resultados obtidos por tais testes não são válidos, necessitando dessa forma, de recorrer aos testes não-paramétricos. Exemplos de testes não-paramétricos equivalentes aos Teste t e ANOVA no campo paramétrico são: Teste de Mann-Whitney e Teste de Kruskal-Wallis¹⁷

O questionário aplicado na pesquisa possui praticamente questões fechadas¹⁸, de forma que os dados são no mínimo nominais. As questões do bloco 2 ao 6 (questões 13 a 34) tornam-se de característica ordinal na medida que se define um nível de concordância (ordem de concordância) em cada categoria¹⁹. Nesse sentido, devido a natureza dos dados da pesquisa, opta-se por testes não-paramétricos para fazer as inferência estatísticas. O Quadro 14 apresenta algumas

¹⁷ Sobre diversos outros testes não-paramétricos ver Siegel (1975) e Campos (1983).

¹⁸ Ressalta-se que as questões 5 e 6 são intervalares. Nessas, os respondentes informam a porcentagem de ações ordinárias e preferenciais em relação ao total emitido e em relação às ações preferenciais e ordinárias dos acionistas e/ou grupos controladores.

¹⁹ Ademais, essas não deixam de serem variáveis nominais.

sugestões de aplicações de métodos estatísticos conforme o nível de mensuração das variáveis.

4.2.3.2 Teste Qui-Quadrado (X^2)

Inicialmente pretende-se avaliar se há unanimidade nas respostas dadas às questões do bloco 2 ao 6, de forma que se possa identificar um perfil de concordância entre os respondentes. Nesse caso, é testado se os respondentes não são unânimes em concordar com a afirmação da questão X, contra a alternativa que exista um padrão de concordância identificado. Tecnicamente formulam-se as seguintes hipóteses:

H₀ (Hipótese Nula): Não é possível identificar um padrão de comportamento nas afirmações da questão X (não há padrão de concordância);

H₁ (Hipótese Alternativa): É possível identificar um padrão de comportamento nas afirmações da questão X (há um padrão de concordância).

Onde, $13 \leq X \leq 34$.

Quadro 14
Métodos Estatísticos e Nível de Mensuração

		Variável Independente		
		Nominal	Ordinal	Escalar
Variável Dependente	Nominal	- Tabela de Contingência (Qui-Quadrado)	- GOLDMiner	- Discriminante - Regressões
	Ordinal	- Testes Não Paramétricos - Regressões Ordinais	- Correlação Não-Paramétricas	- Regressão Ordinal
	Escalar	- Teste t - ANOVA - Testes Não Paramétricos		- Correlação - Regressão

Nota: Nominal – na mensuração nominal cada valor representa uma categoria ou identidade de grupo; Ordinal – para a mensuração ordinal os valores dos dados representam um ranking ou ordem informacional; e Escalar – na mensuração escalar ou intervalar um aumento unitário no valor numérico representa a mesma mudança na quantidade, independentemente em que escala ocorre o valor.

Fonte: SPSS Inc. (2001, p. 5). Adaptado.

Como analisar-se-á cada variável (questão) em mais de duas categorias (discordo totalmente, discordo parcialmente, etc.), o único teste não paramétrico disponível é o Qui-Quadrado (X^2). A prova X^2 aplicada a uma variável com duas ou mais categorias torna-se um tipo de prova de aderência, no sentido de que pode ser empregada para comprovar se existe diferença significativa entre o número observado de indivíduos, ou de respostas, em determinada categoria, e o respectivo número esperado, baseado na hipótese de nulidade.

A hipótese de nulidade pode ser testada por

$$X^2 = \sum_{i=1}^k \frac{(O_i - E_i)^2}{E_i} \quad [1]$$

Onde, O_i = número de casos observados classificados na categoria i

E_i = número de casos esperados na categoria i sob H_0

X^2 = segue a distribuição qui-quadrado com $gl = k - 1$ (gl = graus de liberdade).

Sobre a hipótese de nulidade espera-se que os dados distribuem-se uniformemente entre as categorias de cada questão: como a amostra é de 40 e há 5 categorias, a frequência esperada é igual a 8. Aceitando-se um nível de significância de 5%, a estatística X^2 com 4 graus de liberdade ($gl = 5 - 1$) calculada deve superar 9,49 (X^2 tabelada).

4.2.3.3 Teste de Kruskal-Wallis (H)

Caso na aplicação do Teste Qui-Quadrado se aceite a hipótese nula de não concordância nas afirmações levantadas nas questões 13 a 34, torna-se interessante analisar se o grau de concordância nessas questões está relacionado com as participações de ações ordinárias e preferenciais no total de emissões e do grupo controlador (Questões 5 e 6 do questionário).

Das variáveis do bloco de caracterização da amostra (Bloco 1), as de concentração do controle e de propriedade são as que mais contribuem para haver divergências de opinião, uma vez que os respondentes podem de um lado, concordar ou discordar das afirmações levantadas sobre a Lei N.º 10.303/2001, ou simplesmente podem ir ao encontro de seus interesses, e de outro lado, podem

concordar ou discordar das afirmações puramente por pragmatismo. Como as participações acionárias têm nível de mensuração intervalar e as possíveis variáveis independentes a serem analisadas (questões 13 a 34) são nominais com mais de duas categorias podem-se usar os métodos ANOVA e a sua versão no campo não-paramétrico: Teste de Kruskal-Wallis.

Aplica-se a ANOVA de um critério para testar a hipótese de que k amostras independentes provêm de populações diferentes. O método utiliza um teste F que exige que todas as populações envolvidas na ANOVA tenham distribuição normal²⁰ com variâncias aproximadamente iguais (TRIOLA, 1999, p.329). O teste não paramétrico de Kruskal-Wallis é usado para testar essa mesma hipótese: de k amostras provenham da mesma população ou de populações idênticas com relação as médias. O Teste de Kruskal-Wallis não exige as suposições de normalidade dos dados e homogeneidade das variâncias²¹.

O teste H de Kruskal-Wallis é uma generalização do teste da soma de postos de Wilcoxon para o caso de mais de duas populações (DOWNING e CLARK, 1999, p.373). Nesse sentido, quando na análise dos resultados da pesquisa necessitar ser feita para uma variável nominal com duas categorias (apenas duas populações), fazer-se-á uso do teste da soma de postos de Wilcoxon.

Ao aplicar o teste de Kruskal-Wallis, calcula-se a estatística de teste H como definida na equação 2, cuja distribuição pode ser aproximada pela distribuição Qui-Quadrado com $gl = k - 1$ ($gl =$ grau de liberdade).

$$H = \frac{12}{N(N+1)} \left(\frac{R_1^2}{n_1} + \frac{R_2^2}{n_2} + \dots + \frac{R_k^2}{n_k} \right) - 3(N+1) \quad [2]$$

Onde, N = número total de observações em todas as amostras combinadas;

K = número de amostras;

²⁰ Na verdade essa hipótese é feita sobre os resíduos da ANOVA. De qualquer forma, antes de aplicar a ANOVA em um conjunto de dados deve-se testar se os resíduos são normais e se as variâncias são homogêneas. Dois testes comumente empregados para normalidade e homogeneidade são respectivamente, o Teste de Kolmogorov-Smirnov e o Teste de Levene.

²¹ Caso as variâncias sejam extremamente diferentes esse teste também não deve ser usado. O problema, segundo Triola (1999) é saber definir “quanto” de diferença é suportável.

R_k = soma de postos da amostra k

n_k = número de observações na amostra k

De acordo com Triola (1999, p.330), o teste de Kruskal-Wallis compreende os passos abaixo descritos.

- Considerando todas as observações combinadas, atribua um posto a cada uma, do mais baixo para o mais alto, e em caso de empate, atribua a cada observação a média dos postos envolvidos. A essência desse passo é ordenar do menor para o maior as observações emparelhadas nas populações;
- Para cada amostra, determine a soma dos postos e o tamanho; e
- Com os resultados do Passo 2, calcule a estatística de teste H.

A regra de decisão compreende em rejeitar a hipótese de que as amostras provenham de populações idênticas, caso o valor da estatística H supere o valor crítico da tabela qui-quadrado ao nível de significância desejado.

Aceitando-se um nível de significância de 5%, a estatística X^2 com 4 graus de liberdade²² (gl = 5 – 1) calculada deve superar 9,49. Tecnicamente as hipóteses a serem testadas pela a estatística H de Kruskal-Wallis, conforme os objetivos da pesquisa podem ser formuladas como:

H₀ (Hipótese Nula): Não existe relação entre a concentração de propriedade e controle (questões 5 e 6) e o grau de concordância dos respondentes na questão X;

H₁ (Hipótese Alternativa): Existe relação entre a concentração de propriedade e controle (questões 5 e 6) e o grau de concordância dos respondentes na questão X.

Onde, $13 \leq X \leq 34$.

4.2.3.4 Coeficiente de Correlação de Spearman (rs)

Outro exame possível com os dados da pesquisa é analisar a correlação de concordância dos respondentes entre as questões 13 a 34 ou entre os blocos de

²² Nos dados da pesquisa pode haver no máximo 4 graus de liberdade – a possibilidade dos graus de liberdade serem menores surgem, pois pode haver nenhuma resposta em alguma categoria.

questões (2 ao 6). Para isso, uma maneira útil é a de se ordenar (ou definir postos) às categorias nas questões 13 a 34 de acordo com o grau de concordância com a afirmação. Nesse caso, discordo totalmente = 1, discordo parcialmente = 2, indiferente = 3, concordo parcialmente = 4, e concordo totalmente = 5. Para os blocos de questões, os postos são obtidos pela soma dos postos das questões participantes naquele bloco, de forma que se tenha um índice de concordância às questões participantes no bloco. Com a codificação da questão 15, por exemplo, passa a ter característica de ordinal, e para analisá-la em relação a questão 24, também ordinal, faz-se necessário medidas de correlações não-paramétricas, conforme sugere o Quadro 14.

O coeficiente de correlação de postos de Spearman é a medida de associação que exige que ambas as variáveis se apresentem em escala de mensuração pelo menos ordinal, de modo que os objetos ou indivíduos em estudo possam dispor-se por postos em duas séries ordenadas (SIEGEL, 1975, p.228). A sua versão paramétrica é o coeficiente de correlação de Pearson, aplicável apenas a dados que possam ser mensurados, no mínimo, ao nível intervalar (LEVIN, 1987, p.294). O coeficiente de correlação de Spearman (r_s) é calculado da seguinte forma:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{N^3 - N} \quad [3]$$

Onde, d_i = diferença entre os postos i (relativa ao mesmo sujeito em ambas as variáveis)

N = número de respondentes (isto é, tamanho da amostra).

Para testar se r_s é estatisticamente diferente de zero, usa-se a estatística t de Student para $N \geq 10$, conforme a equação 4 – com $gl = N - 2$. Para os dados da pesquisa, $gl = 40 - 2 = 38$ e t tabelado ao nível de 5% de significância é 2,02 – valores acima rejeitam a hipótese que a correlação entre as variáveis seja zero. Em termos técnicos, considerando os blocos de questões como variáveis a serem testadas, formulam-se as seguintes hipóteses:

H_0 (Hipótese Nula): Não existe concordância (correlação) entre as questões do bloco X em relação às questões do bloco Y;

H₁ (Hipótese Alternativa): Existe concordância (correlação) entre as questões do bloco X em relação às questões do bloco Y.

Onde, $2 \leq X$ e $Y \leq 6$ com $X \neq Y$

4.2.4 Resultados da Pesquisa

4.2.4.1 Análise das Questões Individualmente

A Tabela 9, ao final desta seção, apresenta as freqüências das questões dos blocos 2 ao 6 e as estatísticas X^2 sob a hipótese de que as freqüências provenham de uma distribuição uniforme.

No geral, se aceita que há um padrão de concordância com um viés dos respondentes mais concordarem do que discordarem das afirmações colocadas nas questões, exceção faz-se à questão 23, onde há um viés dos respondentes em não concordarem com a afirmação que com base no parágrafo 7º, do artigo 141 da Lei n.10.303/2001, evidencia-se a possibilidade dos acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários.

Os dados da Tabela 9 estão dispostos segundo um grau decrescente do padrão de concordância observado. No intuito de se facilitar as inferências optou-se por enunciar todas as questões logo após a tabela, de modo a se permitir a enumeração das principais observações acerca destes padrões, conforme tópicos abaixo relacionados:

- Manutenção, pelas companhias abertas existentes, da proporção de até 2/3 de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas: Concordância no sentido de que este quesito da Lei n.º 10.303/2001 colabora para o aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e o poder de decisão nas companhias, auxiliando na manutenção do *status quo* anterior à reforma na legislação societária, atestando as observações de Gorga (2004), constantes da seção 3.1;
- Em relação ao novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para as que decidam abrir seu capital, verifica-se um nível de concordância no sentido de que esta previsibilidade pode ser um instrumento legal suficiente para que se atraia investimentos de acionistas minoritários,

mesmo com a convergência de opiniões em relação ao distanciamento entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias;

- Concordância em relação à simples ratificação pela Lei n.º 10.303/2001 das vantagens atribuídas pela Lei n.º 6.404/76 às ações preferenciais por conta da perda do direito a voto, ou seja, não se melhorou muito as vantagens dos detentores desta classe de ações, comprovando as observações de Gorga (2004), constantes da seção 3.1;
- Melhoria do dispositivo legal no tocante a se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração das companhias, por meio do direito que é assegurado aos acionistas detentores de ao menos 15% de ações com direito a voto ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total, de elegerem um membro para os Conselhos de Administração, em eleição separada da assembléia geral e sem a participação do acionista controlador;
- Apesar da possibilidade de maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, os respondentes concordam que na prática, os acionistas majoritários acabam enfraquecendo o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários, visto ainda ser assegurado que a maioria dos conselheiros ainda sejam escolhidos pelo acionista controlador, também ratificando as observações de Gorga (2004), apresentadas na seção 3.1;
- Concordância no sentido de que a utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, que maximizaria as possibilidades da entrada de acionistas não controladores nos Conselhos de Administração, não melhorou o ativismo dos acionistas minoritários após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001;
- Concordância em relação à adoção obrigatória da regra de *tag along* no contexto brasileiro ser indispensável. Apesar disto, observa-se que o percentual legal de 80% em caso de alienação do bloco de controle ainda possibilita a extração de benefícios privados de controle por parte dos acionistas controladores;
- Convergência de opiniões em relação às vantagens que o arcabouço legal ofertou, em se permitir a resolução de disputas societárias por meio das câmaras de arbitragem;

- Melhor equilíbrio de interesses e transparência, por intermédio da previsão legal que ratifica o poder individual dos integrantes do Conselho Fiscal, e maior nível de informações a serem disponibilizados pelos administradores da Companhia à CVM, principalmente as relacionadas a quaisquer mudanças em sua propriedade.

Verifica-se também que existe uma relação de concordância no tocante a outros elementos, caracterizados também como instrumentos de políticas públicas, que podem influenciar nos processos de governança corporativa, quais sejam:

- Provável conversão das obrigações do aparato legal previsto na Lei Sarbanes-Oxley em benefícios para gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem das mesmas perante os investidores, adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano e otimização da imagem das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Nesse sentido, estabelece-se uma possível tendência de convergência funcional aos padrões de governança corporativa;
- Crença de que na Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei n.º 11.101/2005) poderá auxiliar na criação de um novo ambiente de negócios no Brasil, por meio do fortalecimento dos padrões de governança corporativa.

Ademais, nas questões 14, 19 e 29 não houve um padrão de concordância, conforme indica a não significância da estatística X^2 para essas questões. Dessa forma não há unanimidade de posição dos respondentes em relação aos seguintes aspectos: 1) Todas as formas de organização acionária que permitem o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para o aumento dos custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia; 2) Se a Lei n.º 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação - um voto, teria-se uma situação instaurada de inibição de novos investimentos; e 3) Se a adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10.303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários.

Tabela 9

Tabela de Frequências (%) e Teste Qui-Quadrado para as Questões da Pesquisa

Questões	Discorda Totalmente	Discorda Parcialmente	Indiferente	Concorda Parcialmente	Concorda Totalmente	Qui-Quadrado
Q22	2,5	-	5,0	22,5	70,0	47,0(**)
Q27	2,50	2,50	17,5	60,0	17,50	44,5(**)
Q25	-	2,50	7,50	35,0	55,0	29,0(**)
Q32	2,50	5,0	12,5	40,0	40,0	27,75(**)
Q13	5,0	10,0	7,50	30,0	47,50	26,75(**)
Q26	5,0	7,50	17,5	50,0	20,0	25,75(**)
Q34	5,0	5,0	15,0	35,0	40,0	22,0(**)
Q15	7,5	15,0	20,0	47,5	10,0	20,75(**)
Q18	2,5	27,5	5,0	40,0	25,0	20,25(**)
Q31	5,0	7,50	15,0	40,0	32,50	19,25(**)
Q28	7,50	15,0	5,0	37,5	35,0	18,75(**)
Q23	7,5	40,0	12,5	32,5	7,50	18,5(**)
Q16	-	12,5	12,5	52,5	22,50	17,2(**)
Q33	-	5,0	15,0	35,0	45,0	16,0(**)
Q21	7,5	10,0	25,0	40,0	17,50	13,75(**)
Q17	12,5	30,0	10,0	37,5	10,0	13,25(*)
Q20	7,5	27,5	17,5	37,5	10,0	12,5(*)
Q24	5,0	30,0	22,5	32,5	10,0	11,75(*)
Q30	20,0	22,5	10,0	37,5	10,0	10,25(*)
Q19	17,5	20,0	7,5	35,0	20,0	7,75
Q29	20,0	22,5	10,0	35,0	12,50	7,75
Q14	-	15,0	17,5	42,5	25,0	7,4

Significância: ** 1% ; * 5%

Abaixo serão enunciados todas as questões de acordo com o grau decrescente do padrão de concordância apresentado na aplicação do teste Qui-Quadrado, conforme Tabela 9:

- Questão 22: O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 dispõe que terão direito de eleger um membro do conselho de administração - numa eleição separada da assembléia geral, estando o acionista controlador excluído dessa

eleição - acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total. Aponta-se que essa medida representou um avanço em termos de se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no conselho de administração. Em relação ao suposto avanço, você pode afirmar que:

- Questão 27: Com relação à afirmação de que a Lei n. 10.303/2001 endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle por parte dos acionistas controladores, por meio da disposição legal em se garantir o direito a *tag along* de apenas 80%, em caso de alienação do bloco de controle, você pode afirmar que:
- Questão 25: Aponta-se que a Lei n. 10.303/2001, tomando por base suas novas prerrogativas, auxiliaria no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembléias. Com base nessa assertiva, você pode afirmar que:
- Questão 32: A Lei n. 10.303/2001 estabeleceu o aumento do poder individual dos integrantes do conselho fiscal, bem como a norma que torna obrigatória a revelação de quaisquer mudanças em sua propriedade, por parte dos administradores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verifica-se então uma base sólida para melhoria do ativismo dos acionistas minoritários. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:
- Questão 13: Em relação à afirmação de que cada ação tenha direito a um voto ser considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:
- Questão 26: Aponta-se também que o advento da Lei n. 10.303/2001 provocaria uma maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (desde que caracterizados como acionistas minoritários) nos processos de deliberação ou votação. Em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:
- Questão 34: A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei n. 11.101/2005) traz consigo novidades que promoverão mudanças no âmbito jurídico e na administração das empresas. Acredita-se que um novo ambiente de negócios poderá ser instalado no Brasil e, por conseguinte, os processos de

governança corporativa tendem a ser fortalecidos com o advento deste instrumento. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Questão 15: O parágrafo 1º do artigo 8º da Lei n. 10.303/2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões. Atribui-se a esse quesito do texto legal o aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Com relação a essa assertiva, você:
- Questão 18: Se a Lei n. 10.303/2001 tivesse previsto que o novo limite de emissão de ações preferenciais (montante de 50%) fosse obrigatório também para as companhias abertas já existentes, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos, em face da provável necessidade dos controladores terem de investir mais capital numa oferta pública para se manter o controle e impedir a dispersão acionária. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 31: A Lei n. 10.303/2001 prevê a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por intermédio das câmaras de arbitragem. Tal previsão pode contribuir para um incremento no ativismo dos acionistas minoritários. Em relação a essa afirmação, você pode asseverar que:
- Questão 28: A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* é indispensável no contexto brasileiro, em que o potencial para confisco de valor dos minoritários é alto. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 23: O parágrafo 7º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 garante que o conselho de administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador. Com base nessa previsão legal, evidencia-se a possibilidade dos acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários. A respeito dessa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 16: O novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais somente será aplicado às novas companhias fechadas que decidirem abrir seu capital. Acredita-se que a Lei n.º 10.303/2001 manteve o *status quo* referente à

separação do investimento financeiro do poder de decisão nas companhias. Com respeito a essa afirmação, você pode dizer que:

- Questão 33: Conjuntamente com as formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley, verifica-se também a possibilidade de converter as obrigações desse aparato legal em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem perante o investidor, adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano, bem como da melhoria da imagem e transparência das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 21: As ações preferenciais normalmente recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º da Lei n.º 10.303/2001 estipula basicamente três vantagens⁶ dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, qual seja a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 17: O novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para aquelas que decidam abrir seu capital, é um instrumento legal suficiente para que se atraia investimentos específicos de acionistas minoritários. Em relação a essa assertiva, você pode afirmar que:
- Questão 20: Em relação ao limite de ações preferenciais previstos na Lei n.º 10.303/2001, pode-se afirmar que a nova previsão legal prejudica o aumento do ativismo dos acionistas minoritários, em face da disparidade existente entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 24: A utilização do mecanismo de "voto múltiplo", instrumento que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no conselho de administração, por meio de mecanismos diferenciados de votação, fora anteriormente avaliado em pesquisas empíricas que indicaram que os acionistas minoritários no Brasil não são ativistas, ou preferem vender suas ações quando insatisfeitos. Nesse sentido, se afirmássemos que essa situação mudou após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001, você poderia dizer que:

- Questão 30: A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, referente à Lei n. 10.303/2001, prevê que os conselheiros das companhias são obrigados a votar de acordo com os termos do acordo de acionistas⁹ concluído pelos acionistas que os elegeram. Nesse sentido, comenta-se que a vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:
- Questão 19: Se a Lei n.º 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação-um-voto, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:
- Questão 29: A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10/303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Nesse sentido, e em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:
- Questão 14: Quanto à afirmação: "Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para aumentar os custos de agência⁴, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário⁵ do controlador da companhia.", você:

Nesse ponto, torna-se relevante evidenciar se apesar de não haver unanimidade nas respostas das questões 14, 19 e 29, pode-se identificar um perfil de concordância dos respondentes a partir da concentração do controle e propriedade da empresa que o respondente faz parte. Isso é feito na próxima seção.

4.2.4.2 Análise das Questões que não Houve Concordância²³

A Tabela 10 apresenta a média de participação de ações ordinárias (AO Totais) e preferenciais (AP Totais) em relação ao total de ações emitidas, e do grupo controlador (AO e AP do Grupo Controlador) por nível de concordância nas

²³ Antes de proceder ao Teste Kruskal-Wallis para cada análise nessa seção testou-se a normalidade dos resíduos e a homogeneidade da variância pelos testes de Kolmogorov-Smirnov e Levene, respectivamente. No geral se aceitou a hipótese de normalidade, porém em várias situações a hipótese de homogeneidade das variâncias não foi aceita, motivo esse que se optou pelo Teste Kruskal-Wallis em detrimento da ANOVA. Ademais, segundo Siegel (1975, p.218), em condições tais que as suposições básicas da ANOVA sejam satisfeitas, a prova de Kruskal-Wallis tem eficiência assintótica de 0,955.

afirmações 14, 19 e 29²⁴. Na Tabela 11 apresentam-se as estatísticas do Teste Kruskal-Wallis para essas mesmas questões.

Os níveis exatos de significâncias (p-valor) na Tabela 11 indicam que se aceita, ao nível de 5%, que as médias de participação de ações ordinárias e preferenciais em relação ao total de ações emitidas e do grupo controlador são iguais em relação ao nível de concordância da questão 19. Em relação, à AO Totais, AP Totais e AO do Grupo Controlador, também se aceita que as médias das participações são independentes do nível de concordância das questões 14, 19 e 29.

As médias das participações de ações preferenciais do grupo controlador diferem estatisticamente ao nível de 5% em relação ao nível de concordância das questões 14 e 29. Sendo maior a participação de ações preferenciais do grupo controlador (AP - Grupo Controlador), à medida que se aumenta o nível de concordância às questões 14 e 29 (Tabela 11). Assim sendo, conclui-se que:

- Apesar de não haver unanimidade, em empresas que o grupo (indivíduo) controlador possui alta participação nas ações preferenciais, o respondente tende a concordar que todas as formas de organização acionária que permitem o afastamento da regra uma ação - um voto tendem a aumentar os custos de agência e deixam os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia; e
- Apesar de não haver unanimidade, em empresas que o grupo (indivíduo) controlador possui alta participação nas ações preferenciais o respondente tende a concordar que a adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10.303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários.

²⁴ Para as demais questões, verificar a Tabela 12, que se encontra no Apêndice C

Tabela 10

Média da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância com as Afirmações 14, 19 e 29 da Pesquisa

N.º	Níveis de Concordância	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q14	Discorda Totalmente	-	-	-	-
	Discorda Parcialmente	41,54	58,46	65,87	32,14
	Indiferente	74,3	59,96	75,94	77,98
	Concorda Parcialmente	57,48	51,63	76,37	58,32
	Concorda Totalmente	73,64	37,66	82,22	71,52
Q19	Discorda Totalmente	71,48	39,92	76,32	71,01
	Discorda Parcialmente	63,3	41,95	87,62	66,2
	Indiferente	60,16	59,76	93,9	83,83
	Concorda Parcialmente	64,9	54,6	68,67	56,26
	Concorda Totalmente	48,38	59	70,89	44,04
Q29	Discorda Totalmente	49,64	50,36	68,98	54,66
	Discorda Parcialmente	66,41	50,39	79,55	68,98
	Indiferente	76,12	47,76	78,57	78,83
	Concorda Parcialmente	60,66	50,07	72,31	43,03
	Concorda Totalmente	66,87	55,22	89,14	88,34

Nota: AO = Ações Ordinárias; AP = Ações Preferenciais

Em relação a estas duas inferências, estabelece-se um limite à pesquisa, visto não ser possível identificar qual a real intenção dos respondentes em concordar com estas afirmações, cujo teor apresenta-se, pelo menos no campo teórico, mais adequado aos seus interesses.

Tabela 11

Teste Kruskal-Wallis (H) das Médias da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância para as Questões 14, 19 e 29 da Pesquisa

N.º	Descrição	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q14	Qui-Quadrado	5,178	2,652	1,25	8,94
	gl	3	3	3	3
	p-valor	0,159	0,449	0,741	0,03
Q19	Qui-Quadrado	4,148	5,551	6,057	5,452
	gl	4	4	4	4
	p-valor	0,386	0,235	0,195	0,244
Q29	Qui-Quadrado	2,688	0,296	2,647	10,208
	gl	4	4	4	4
	p-valor	0,611	0,99	0,618	0,037

Nota: AO = Ações Ordinárias; AP = Ações Preferenciais; p-valor = nível exato de significância.

4.2.4.3 Análise das Correlações entre as Concordâncias.

A matriz de correlação entre os blocos de questões encontra-se na Tabela 13, e entre cada questão individualmente encontra-se no Apêndice D (Tabela 14). Com o intuito de se delimitar a análise, em seguida segue o exame apenas das correlações entre os blocos de questões e a correlação de cada questão com o bloco em que a mesma está inserida.

Apesar desta delimitação, destaca-se a correlação positiva significativamente alta entre as questões 18 e 19, onde os respondentes concordam concomitantemente que os novos investimentos seriam inibidos se porventura o limite de emissão de 50% de ações preferenciais também fosse estendido às Companhias existentes, bem como haveria uma situação de inibição de novos investimentos se a Lei n.º 10.303/2001 tivesse previsto a regra uma ação – um voto. Verifica-se aqui um novo limite à pesquisa, visto que há uma provável evidência que, especificamente nestas duas questões, os respondentes tenderam a opinar conforme seus interesses.

Tabela 13

Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Blocos de Questões

DESCRIÇÃO	BLOCO2	BLOCO3	BLOCO4	BLOCO5	BLOCO6
BLOCO2 Coeficiente de Correlação	1				
p-valor	.				
BLOCO3 Coeficiente de Correlação	0,441(**)	1			
p-valor	0,004	.			
BLOCO4 Coeficiente de Correlação	0,22	,336(*)	1		
p-valor	0,173	0,034	.		
BLOCO5 Coeficiente de Correlação	0,207	0,203	,580(**)	1	
p-valor	0,2	0,208	0,000	.	
BLOCO6 Coeficiente de Correlação	0,165	,359(*)	0,384(*)	0,221	1
p-valor	0,309	0,023	0,014	0,171	.

Significância: ** 1% ; * 5%

4.2.4.3.1 Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 2

Analisando a correlação existente entre o bloco 2 (questionamentos acerca da emissão de ações preferenciais pelas Companhias Abertas analisadas) e o bloco 3 (efetiva representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é significativo, indicando que nível de concordância dos respondentes sobre o reflexo da emissão de ações preferenciais está diretamente associado com o nível de concordância sobre a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias.

Sobre a correlação existente entre o nível de concordância acerca da emissão de ações preferenciais pelas Companhias Abertas (bloco 2) e: a) o nível de concordância acerca direitos na alienação de controle, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 (bloco 4); b) o nível de concordância sobre as questões gerais dos processos de gestão, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 (bloco 5); e c) o nível de concordância no que diz respeito a outras políticas públicas que influenciam os processos de Governança Corporativa (bloco 6); verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman não é significativo, indicando que o nível de concordância

sobre o reflexo da emissão de ações preferenciais não está diretamente associado com itens a, b e c enumerados acima (blocos 4, 5 e 6).

Dentro do bloco 2, os respondentes diferenciam em opinião nas questões 13 e 21, como apresentado na Tabela 15. Essa mostra que o nível de concordância das questões 13²⁵ e 21²⁶ são não significativamente associadas ao nível geral de concordância no bloco 2. Ao analisar a Tabela 9, nota-se um nível de concordância maior em relação à afirmação de que cada ação com direito a um voto proporcione uma regra essencial para a proteção adequada aos acionistas (questão 9) do que as outras questões do bloco 2. Ademais, evidencia-se na Tabela 9 ainda, indiferença maior em relação à assertiva de que a Lei n.º 10.303/2001 apenas ratifica as vantagens anteriormente existentes das ações preferenciais em relação as ações ordinárias (questão 21), do que em relação as outras afirmativas do bloco 2.

²⁵ Questão 13: Em relação à afirmação de que cada ação tenha direito a um voto ser considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:

²⁶ Questão 21: As ações preferenciais normalmente recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º da Lei n.º 10.303/2001 estipula basicamente três vantagens⁶ dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, qual seja a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:

Tabela 15

Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 2 e as Questões 13 a 21.

	DESCRIÇÃO	BLOCO2
Q13	Coeficiente de Correlação	0,221
	p-valor	0,17
Q14	Coeficiente de Correlação	0,568(**)
	p-valor	0,000
Q15	Coeficiente de Correlação	0,449(**)
	p-valor	0,004
Q16	Coeficiente de Correlação	0,589(**)
	p-valor	0,000
Q17	Coeficiente de Correlação	0,485(**)
	p-valor	0,002
Q18	Coeficiente de Correlação	0,653(**)
	p-valor	0,000
Q19	Coeficiente de Correlação	0,577(**)
	p-valor	0,000
Q20	Coeficiente de Correlação	0,811(**)
	p-valor	0,000
Q21	Coeficiente de Correlação	0,212
	p-valor	0,188

Significância: ** 1% ; * 5%

4.2.4.3.2 Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 3

Analisando a correlação existente entre o bloco 3 (representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias dessas Companhias, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), e o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão enumerados no questionário, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman não é significativo, indicando que o nível de concordância sobre a representatividade dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, Conselho Fiscal e nas Assembléias das Companhias não está

associado com nível de concordância dos processos de gestão elencados (Tabela 13).

Os coeficientes de correlação de Spearman, evidenciados na Tabela 13, mostram uma correlação significativa entre o nível de concordância das questões do bloco 3 e: a) o nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle; b) o nível de concordância sobre políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa.

Dentro do bloco 3 nota-se, conforme exame da Tabela 16, que o nível de concordância da questão 22 diferencia-se das demais, como aponta a não significância do coeficiente de correlação de Spearman dessa questão, em relação ao nível de concordância do bloco 3 como um todo. Ao analisar a Tabela 9 verifica-se um maior nível de concordância (92,5%), estabelecendo, portanto, que o novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 foi uma medida de avanço, do que em relação às outras questões do bloco 3.

Tabela 16

Coeficiente de Correlação de Spearman entre o Bloco 3 e as Questões 22 a 26

DESCRIÇÃO		BLOCO3
Q22	Coeficiente de Correlação	0,172
	p-valor	0,29
Q23	Coeficiente de Correlação	0,578(**)
	p-valor	0,000
Q24	Coeficiente de Correlação	0,457(**)
	p-valor	0,003
Q25	Coeficiente de Correlação	0,640(**)
	p-valor	0,000
Q26	Coeficiente de Correlação	0,538(**)
	p-valor	0,000

Significância: ** 1% ; * 5%

4.2.4.3.3 Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 4

Analisando a associação existente entre o bloco 4 (direitos na alienação de controle), e o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é significativo e positivo, indicando que o nível de concordância sobre os direitos na alienação de controle apontados estão diretamente associado com nível de concordância acerca das questões gerais dos processos de gestão das companhias (Tabela 13). Essa mesma conclusão é obtida ao analisar a opinião sobre os direitos na alienação de controle e as políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa.

Dentro do bloco 4, não verificaram-se questões que possuíssem padrões de concordância diferentes do geral, como aponta os significativos coeficientes de correlação de Spearman na Tabela 17.

Tabela 17

Coeficiente de Correlação de Spearman entre os Bloco 4 a 5 e as Questões 27 a 34

DESCRIÇÃO		BLOCO4	BLOCO5	BLOCO6
Q27	Coeficiente de Correlação	0,389(*)		
	p-valor	0,013		
Q28	Coeficiente de Correlação	0,718(**)		
	p-valor	0,000		
Q29	Coeficiente de Correlação	0,795(**)		
	p-valor	0,000		
Q30	Coeficiente de Correlação		0,791(**)	
	p-valor		0,000	
Q31	Coeficiente de Correlação		0,723(**)	
	p-valor		0,000	
Q32	Coeficiente de Correlação		0,641(**)	
	p-valor		0,000	
Q33	Coeficiente de Correlação			0,738(**)
	p-valor			0,000
Q34	Coeficiente de Correlação			0,880(**)
	p-valor			0,000

Significância: ** 1% ; * 5%

4.2.4.3.4 Análise das Correlações entre as Concordâncias do Bloco 5 e Bloco 6

Analisando a correlação existente entre o bloco 5 (questões gerais dos processos de gestão enumerados no questionário, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001), e o bloco 6 (políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa), verificou-se que o coeficiente de correlação de Spearman é não significativo, indicando que o nível de concordância acerca das questões gerais dos processos, após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001 não está associado com o nível de concordância sobre as políticas públicas evidenciadas (Tabela 13). Ademais, dentro do bloco 5 e 6, também não verificaram-se questões que possuísem padrões de concordância diferentes do geral, como aponta os significativos coeficientes de correlação de Spearman na Tabela 17.

5 Considerações Finais

No transcorrer da revisão bibliográfica efetuada neste estudo, abordou-se a apresentação das políticas públicas que, direta e indiretamente, objetivam ofertar as condições necessárias para a diminuição dos conflitos de interesses entre os diversos interessados nos processos de gestão das empresas.

Sob este enfoque, buscou-se descrever estas políticas públicas como uma das diversas dimensões do tema governança corporativa, baseados na visualização de quatro aspectos principais, enquadradas no contexto do mercado de capitais nacional, qual sejam:

- A questão do aparato legal que proteja os direitos dos acionistas minoritários. Tal elemento foi destacado neste estudo, visto se tratar da avaliação dos impactos da reforma à Lei n.º 6.404/1976, por interseção da Lei n.º 10.303/2001, em relação à proteção a estes direitos;
- A atuação dos órgãos de controle do mercado de capitais nacional, destacando-se o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- O crescente apoio aos códigos voluntários de governança corporativa;
- O estímulo aos fundos de pensão e outros investidores institucionais, para que os mesmos tenham respaldo e se estruturam segundo regras de governança corporativa, fazendo com que os mesmos tornem-se mais ativistas em relação aos processos de condução dos negócios das companhias nas quais os mesmos detém algum tipo de participação acionária.

Não obstante a pesquisa empírica se ater à avaliação da reforma à Lei n.º 6.404/1976, necessário se fez também a apresentação de elementos vinculados ao tema governança corporativa, cuja descrição também fez parte dos objetivos específicos delineados neste trabalho, elencados da seguinte forma:

- Apresentação da diversidade de conceitos de governança corporativa, focados especificamente em quatro elementos apresentados pela literatura sobre o assunto: a) A governança corporativa e os direitos e sistemas de relações; b) A governança corporativa frente os sistemas de governo e estruturas de poder; c)

A governança corporativa e os sistemas de valores e padrões de comportamento;
e d) A governança corporativa e os sistemas normativos;

- A evidenciação dos marcos construtivos de governança corporativa, fundamentados na performance ativista de Robert Monks, nos pressupostos do relatório Cadbury e nos princípios delineados pela OCDE;
- Enumeração das questões centrais de governança corporativa, amparados nos conflitos e custos de agência, nos direitos assimétricos, no equilíbrio de interesses dos *stakeholders* e nas forças de controle de governança corporativa (internas e externas);
- A influência do ambiente legal em relação ao ativismo e proteção aos acionistas minoritários; e
- A descrição dos fatores de convergência funcional e legal às práticas de governança corporativa.

Assim sendo, o escopo desta pesquisa se restringiu a avaliação da reforma à legislação societária (Lei n.º 6.404/1976) frente à proteção aos direitos dos acionistas minoritários.

Verifica-se nos trabalhos já produzidos sobre o assunto que o atual aparato legal recebeu e ainda recebe críticas em relação a muitos pontos que, segundo a literatura revisada, focam principalmente na questão da emissão de ações preferenciais pelas companhias, na efetiva representação e participação dos acionistas minoritários nos Conselhos de Administração, no aspecto dos direitos dos minoritários em caso de alienação do bloco de controle das companhias e nos mecanismos de gestão pertinentes aos acordos entre acionistas.

Assim sendo, o mecanismo de coleta de dados (questionário) enviado tanto às companhias, quanto aos fundos de pensão, procurou avaliar estas questões conjuntamente com outras vinculadas ao conceito de políticas públicas como tema de governança corporativa, como por exemplo se a atual Lei de Falências pode ser considerada como um elemento importante nos processos de governança.

Para se fundamentar a avaliação da reforma à Lei 6.404/1976, optou-se pelo tratamento estatístico dos dados coletados no questionário de pesquisa, instrumentalizado segundo três testes específicos: 1) Teste Qui-Quadrado (X^2),

utilizado para avaliar se houve unanimidade nas respostas do questionário aplicado, buscando-se estudar se existe um perfil de concordância entre os respondentes; 2) Teste de Kruskal-Wallis (H), cujo objetivo é verificar se a hipótese nula de não concordância nas questões aplicadas está relacionada com as participações ordinárias e preferenciais no total de emissões e do grupo controlador das companhias; e 3) Coeficiente de Correlação de Spearman (rs), que busca estudar se há uma correlação de concordância dos respondentes entre algumas questões aplicadas e entre os blocos de questões.

De forma geral, a abordagem quantitativa aplicada comprovou grande parte do que se tem apregoado sobre a reforma da Lei 6.404/76, muitas vezes classificada como um fracasso em relação à questão da proteção dos direitos dos acionistas minoritários, ratificando as considerações de Gorga (2004), presentes na seção 3.1. As observações dos respondentes, em função do padrão de concordância verificado, fazem com que se chegue às seguintes considerações:

- A manutenção, pelas companhias abertas existentes, da proporção de emissão de até 2/3 de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas, realmente pode ser encarada como um fator de manutenção do estado de coisas anterior à reforma na legislação societária, vinculado principalmente às questões de distanciamento entre propriedade e gestão;
- A simples ratificação pela Lei n.º 10.303/2001 das vantagens atribuídas pela Lei n.º 6.404/76 às ações preferenciais por conta da perda do direito a voto, ou seja, não se criou nenhuma nova vantagem para os donos desta classe de ações;
- Melhoria do dispositivo legal no tocante a se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração das companhias;
- Apesar da possibilidade de maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, os respondentes atribuem que na prática, os acionistas majoritários acabam enfraquecendo o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários, visto ainda ser assegurado que a maioria dos conselheiros sejam escolhidos pelo acionista controlador;
- Concordância no sentido de que a utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, que maximizaria as possibilidades da entrada de acionistas não controladores

nos Conselhos de Administração, não melhorou o ativismo dos acionistas minoritários após a reforma legal;

- A adoção obrigatória da regra de *tag along* no contexto brasileiro tende a ser indispensável, mesmo havendo a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários, em função do percentual legal ser de 80% em caso de alienação do bloco de controle.

Verifica-se então que, segundo a avaliação dos testes efetuados, este mecanismo de políticas públicas deixa a desejar em aspectos relevantes de proteção aos acionistas minoritários.

Evidenciou-se também que em alguns aspectos houve uma certa melhoria nestes mecanismos, em face da própria exigência do mercado de capitais, relacionados principalmente aos seguintes elementos:

- A permissão da resolução de disputas societárias por meio das câmaras de arbitragem;
- Tendência a se equilibrar os interesses e melhorar os níveis de transparência, em função da previsão legal ratificar o poder individual dos integrantes do Conselho Fiscal;
- Exigência de um maior nível de informações a serem disponibilizados pelos administradores da Companhia à CVM, principalmente as relacionadas a quaisquer mudanças em sua propriedade.

Tomando por base todas essas considerações, necessário se faz a recomendação para que em futuros estudos estenda-se esta avaliação da reforma à legislação societária para o universo que efetivamente vivencie as possíveis dificuldades decorrentes dos problemas no aparato legal, nesse caso, o universo dos fundos de pensão (prejudicado nesta pesquisa, em função do baixo nível de respostas aos questionários) e, se possível, a uma determinada amostra de acionistas minoritários não enquadrados como investidores institucionais.

Tal afirmação respalda-se no fato de que, mesmo havendo um padrão de concordância e correlações significativas entre os blocos e perguntas efetuadas, não se pôde precisar até que ponto os respondentes se manifestaram apenas de forma pragmática ou até mesmo segundo seus interesses.

Além desta limitação, sugere-se também a extrapolação do instrumento de pesquisa utilizado, por meio de outras possíveis correlações, qual sejam:

- Se o padrão de concordância observado em relação à questão da emissão de ações preferenciais está associado a outros fatores, tais como: categoria de acionistas controladores ou a política de dividendos praticada pelas companhias;
- Se o nível de concordância observado na questão 33, que versa sobre a possibilidade de se converter as obrigações da Lei Sarbanes-Oxley em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem perante o investidor, está correlacionado à variável de emissão e tipo de ADRs emitidas;
- Análise aprofundada entre todas as correlações existentes entre as perguntas do questionário, de maneira a se permitir novas inferências acerca dos temas abordados por blocos de questões.

6 Referências bibliográficas

ADACHI, Vanessa. All altera planos e decide ofertar só ações preferenciais. *Valor Econômico*, São Paulo, 29 abr. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?Idp=351&IDArea=1069>>. Acesso em: 29/01/2005.

AGUILLAR, Adriana. Minoritários bons de briga. *Valor Econômico*, São Paulo, 08 jun. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?Idp=351&IDArea=1066>>. Acesso em: 29/01/2005.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.

ANUÁRIO ESTATÍSTICO DAS COMPANHIAS ABERTAS 2005. São Paulo: Abrasca – Associação Nacional das Companhias Abertas, ano 1, n.º 1, dez. 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

AZEVEDO, Simone. Governança na vida real: pesquisa da GovernanceMetrics com mais de 1,6 mil companhias em todo mundo mostra que as boas práticas corporativas ampliam os retornos em bolsa. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 1, n. 05, p. 35-37, jan. 2004.

BABIC, Verica. *Corporate Governance Problems in Transition Economies*. Winston-Salem: Wake Forest University (Social Science Research Seminar). 2003. Disponível em: <<http://www.scholar.google.com/scholar?hl=en&lr=&q=cache:u6CytjTmlNoJ:www.afic.am/CG/CGProblemsInTransitionEconomies.pdf+%22Corporate+Governance+Problems+in+Transition+Economies%22>>. Acesso em: 06/05/2005.

BARCELOS, Marta. Pelo caminho mais fácil: na última hora, companhias optam pela simplificação e adaptam o conselho fiscal para atender às exigências da Sarbanes-Oxley. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 2, n. 21, p. 24-26, maio 2005.

BEBCHUK, Lucian Arye. *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. (June 1999). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260; EFA 0285. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=168990>>. Acesso em: 06/05/2005.

BERGLÖF, Erik; VON THADDEN, Ernst-Ludwing. *The Changing Corporate Governance Paradigm: implications for transition and developing countries*. Annual Work Bank Conference on Developing Economics - 1999, p.135-162. The World Bank Washington, DC. December 2000.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2003.

BRASIL, Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispões sobre as Sociedades por Ações.

BUCCI, Maria Paula Dallari. *Direito administrativo e políticas públicas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAMBA, Daniele. Anbid estuda incluir boas práticas em seu código. *Valor Econômico*, São Paulo, 26 jan. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2821485>>. Acesso em: 03/07/2005.

CAMBA, Daniele. Índice Tag Along apresenta retorno superior aos demais. *Valor Econômico*, São Paulo, 01 jul. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=3118781>>. Acesso em: 03/07/2005.

CAMBA, Daniele. Minoritários se unem para voltar ao conselho da Rhodia-Ster. *Valor Econômico*, São Paulo, 14 set. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?ldp=351&IDArea=1057>>. Acesso em: 29/01/2005.

CAMPOS, H. *Estatística Experimental Não-Paramétrica*. 4º Ed. São Paulo, ESA “Luiz de Queiroz” – USP: 1983.

CANTWELL, J. & SANTANGELO, G. D. M & As and the Global Strategies of TNCs. *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, pp. 400-434, 2002.

CARDOSO, Ricardo Lopes. Governança corporativa ou gerenciamento de resultados? In: 17º CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE. Santos. *Anais...* 2004.

CARVALHAL, André Luiz da Silva. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO – USP*. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CARVALHO, Antônio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. 2003. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 06/05/2005.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO*. São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul/set. 2002.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHACON, Márcia Josienne Monteiro et al. Procedimentos metodológicos para a elaboração de projetos de pesquisa relacionados a dissertações de mestrado em ciências. *REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS*. São Paulo, n. 36, p. 97-104, set./dez. 2004.

CIA, Josilmar; GUARITA, Celeste I.; CIA, Joanília N. O duplo papel do investidor institucional: influenciador do corporate governance e o gestor de carteiras. In: XXVI ENANPAD. Salvador. *Anais...* 2002.

CLAESSENS, Stijn. *Corporate Governance and Development*. (October 2003). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=642721>>. Acesso em: 06/05/2005.

COFFE, John C. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*. (February 1999). Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=142833>>. Acesso em: 12/04/2005.

COGLIANESE, Cary et al. *The Role of Government in Corporate Governance*. (November 2004). KSG Working Paper No. RWP04-045. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=613421>>. Acesso em 06/05/2005.

DANTAS, José A.; ZENDERSKY, Humberto C.; NIYAMA, Jorge K. A dualidade entre benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: XXXIX CLADEA. Puerto Plata. *Anais...* 2004.

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.

DE PAULA, G. M.; FERRAZ, J. C.; IOOTY, M. Economic Liberalization and Changes in Corporate Control in Latin America. *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, pp. 467-496, 2002.

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: 06/05/2005.

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: 06/05/2005.

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.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 8711, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 15 fev. 2004.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. O sistema de Previdência Privado no País e o Impacto das Práticas de Governança Corporativa: O Papel dos Fundos de Pensão. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD. Florianópolis. *Anais...* 2000. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/frame_enanpad2000.html>. Acesso em: 12/04/2005.

GARCIA, Fábio Gallo; SATO, Livia Gabriela; CASELANI, César Nazareno. O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras. In: XXVIII ENANPAD. Curitiba. *Anais...* 2004.

GARCIA E SOUSA, Thelma de Mesquita. *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*. (August 2003). Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=439500>>. Acesso em: 06/05/2005.

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: 12/04/2005.

GUARITA, Celeste. Corporate Governance, Institutional Shareholders and Firm Performance: A Study of the Brazilian Market. In: BALAS. Caracas. *Anais...* 2000.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duanne; HOSKISSON, Robert E. *Administração estratégica*. Tradução José Carlos Barbosa dos Santos & Luiz Antônio Pedrosa Rafael. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *The Nature of Man*. Harvard University Press, 1998, and Journal Of Applied Corporate Finance, 1994 Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=5471>>. Acesso em: 06/05/2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Harvard University Press, Dec. 2000, and The Journal Of Financial Economics, 1976. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 06/05/2005.

JULIBONI, Márcio. Bovespa lançará mercado de acesso no 2º semestre. *Exame*, São Paulo, 16 maio 2004. Disponível em: <http://www.portalexame.abril.com.br/financas/conteudo_72180.shtml>. Acesso em: 03/07/2005.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. (March 2002). World Bank Policy Research Working Paper No. 2818. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 12/04/2005.

KPMG. *Fusões & Aquisições no Brasil: análise nos anos 90*. São Paulo, Fev. 2001. Edição especial. Disponível em: <www.kpmg.com.br>. Acesso em 06/05/2005.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei, *Law and Finance*. Journal of Political Economy, v.106, n. 6, p. 1113-1155, Dec, 1998. Disponível em: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/publications.html>>. Acesso em: 06/05/2005.

LACHINI, Luciana Del Caro. À caça de aliados: ativistas buscam apoio dos gestores de fundos de ações tradicionais nas brigas contra acionistas controladores. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 2, n. 14, p. 42-45, out. 2004.

LACHINI, Luciana Del Caro. Agenda para 2005: programas de visitas dirigidos a pessoas físicas, softwares de gerenciamento e medidas para elevar a liquidez dos papéis são algumas das prioridades das áreas de RI. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 2, n. 17, p. 18-19, jan. 2005.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL, André Luiz da Silva; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO CONTEMPORÂNEA*. v. 6, n. 1, Jan/abr. 2002, p. 07-18.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. *RAE-ELETRÔNICA*. São Paulo, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469&Secao=FINANÇAS&Volume=2&Numero=2&Ano=2003>>. Acesso em: 18 Jan. 2005.

LEVIN, J. *Estatística Aplicada a Ciências Humanas*. 2º Ed. São Paulo, Harbra: 1987.

LICHT, Amir N.; GOLDSCHMIDT, Chanan; SCHWARTZ, Shalom H. *Culture, Law, and Corporate Governance*. (February 20, 2004). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=508402>>. Acesso em: 06/05/2005.

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.

MANDL, Carolina; FACCHINI, Cláudia. CVM e Pão de Açúcar discutem hoje oferta aos minoritários. *Valor Econômico*, São Paulo, 16 jun. 2004. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=3088566>>. Acesso em: 23/06/2005.

MANDL, Carolina; VIEIRA, Catherine. Bovespa lançará segmento para companhias de pequeno porte. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 maio 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=3028799>>. Acesso em: 03/07/2005.

MATTAR, F. N. *Pesquisa de Marketing*. Edição compacta. 3º Ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Técnicas de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MANO, Cristiane. Eles controlam o mercado: quem são os profissionais que definem as regras da concorrência no Brasil e estão por trás das investigações dos cartéis e do controle das bolsas. *EXAME*. São Paulo, ano 38, n. 22, p. 24-30, nov. 2004.

MELO, Lenice Corrêa A. Governança corporativa: agregando valor à empresa e dinamizando o mercado de capitais. In: 17º CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE. Santos. *Anais...* 2004.

MONKS, Robert A. G. *The emperor's nightingale: restoring of the corporation in the age of shareholder activism*. Blackwell Publishing, 1998.

MONKS, Robert A. G; MINOW, Neil. *Corporate Governance*. 2 ed. Oxford: Blackwell Publishing, 2001.

NAPOLITANO, Giuliana. Bovespa lança novo indicador do mercado. *Exame*, São Paulo, 30 jun. 2005. Disponível em: <http://www.portalexame.abril.com.br/financas/conteudo_78898.shtml>. Acesso em: 03/07/2005.

NAPOLITANO, Giuliana. Brasil entre os primeiros: há mais empresas brasileiras que alemãs e japonesas listadas na bolsa de Nova York. *EXAME*. São Paulo, ano 38, n. 23, p. 131, nov. 2004.

NENOVA, Tatiana. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*. (September 25, 2001). EFMA 2002 London Meetings. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=294064>>. Acesso em: 12/04/2005.

NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*. World Bank, 2000. Disponível em: Social Science Research Network <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809>. Acesso em: 15 abr. 2003.

NORTH, Douglass C. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1990.

NORTH, Douglass C. *Structure and change in economic history*. New York: WW Norton & Company, 1981.

OLIVEIRA, Fátima Bayma de; JESUS, Roberto Martins Ribeiro de. A formação de mecanismos de governança corporativa por investidores institucionais: o caso Previ. In: XXVIII ENANPAD. Curitiba. *Anais...* 2004.

PAVINI, Ângelo; CAMBA, Daniele. Em seu 5º ano, selo Animec amplia empresas premiadas. *Valor Econômico*, São Paulo, 04 abr. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2940620>>. Acesso em: 04/04/2005.

PRADO, Viviane Muller. Considerações sobre acionistas minoritários: significado e funções. *Portal FGVlaw*, São Paulo, 07 maio. 2004. Disponível em: <<http://www.edesp.edu.br/files/artigos/Considerações%20sobre%20acionistas%20minoritários%20-%20Viviane%20Prado.pdf>>. Acesso em: 28/02/2006.

Presidência da República Federativa do Brasil. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br>>. Acesso em: 06/05/2005.

PRESTES, Cristine. Brigas societárias exigem cenário de guerras em bancas. *Valor Econômico*, São Paulo, 29 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2772840>>. Acesso em: 03/07/2005.

QUEIROZ, Patrícia. A dura realidade da SOX: executivos de companhias brasileiras sentem na pele as dificuldades de implementar à risca a Sarbanex-Oxley e fazem coro às queixas que não param de despontar no mercado internacional. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 2, n. 18, p. 34-39, fev. 2005.

REVISTA BOVESPA. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, n. 90, abr./jun. 2004. 46 p.

REVISTA BOVESPA. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, n. 92, out./dez. 2004. 50 p.

RICARDINO, Álvaro; MARTINS, Sofie Tortelboom Aversari. Governança corporativa: um novo nome para antigas práticas? *REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS*. São Paulo, n. 36, p. 50-60, set./dez. 2004.

ROCCA, C. A.; CARVALHO, A. G. de. *Mercado de capitais e o financiamento das empresas abertas*. São Paulo : Fipe/Abrasca, 1999. Relatório de Pesquisa.

SÁ, Graciano. A revolução cultural no Mercado acionário. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO – USP*. São Paulo, v. 38, n. 2, p. 112-125, abr./maio./jun. 2003.

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

SCHUFFNER, Cláudia. Petrobrás perde ação de US\$5 bilhões. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 27 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2768164>>. Acesso em: 03/07/2005.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. (April 1997). NBER Working Paper N.º W5554. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=10182>>. Acesso em: 06/05/2005.

SIEGEL, S. *Estatística Não-Paramétrica para as Ciências do Comportamento*. São Paulo, MacGraw-Hill do Brasil Ltda: 1975.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *REVISTA DO BNDES*, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo, 2004. 254p. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOUSA, Almir Ferreira de; ALMEIDA, Ricardo José de. Planejamento e controle financeiro na perspectiva da teoria dos stakeholders. *REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO – USP*. São Paulo, v. 38, n. 2, p. 144-152, abr./maio./jun. 2003.

SOUZA, Adriana Silva. Cresce o agito: quatro novas companhias entram com pedido na CVM para lançar ações no Novo Mercado e chegam a oito os anúncios de abertura de capital em 2004. *CAPITAL ABERTO*. São Paulo, ano 2, n. 14, p. 12-49, out. 2004.

SPSS Inc. *Statistical Analysis Using SPSS*. Version 11 – Chicago, Illinois: SPSS Training, 2001.

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: 15/01/2005.

TRIOLA, M. F. *Introdução à Estatística*. 7º Ed, Rio de Janeiro: Editora LTC, 1999.

VALENTI, Graziella. Empresas oferecem vantagens adicionais a detentores de ações preferenciais. *Estado de São Paulo*, São Paulo, 13 jan. 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?ldp=128&IDArea=567>>. Acesso em: 30/08/2004.

VIEIRA, Catherine. Daniel Birmann, do grupo Arbi, recebe multa recorde da CVM. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 31 mar. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2937112>>. Acesso em: 03/07/2005.

VIEIRA, Catherine; NIERO, Nelson. Previ faz campanha pelo conselho fiscal permanente. *Valor Econômico*, São Paulo, 04 abr. 2005. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/veconomico/?show=imprimir&id=2940607>>. Acesso em: 04/04/2005.

WEFFORT, Elionor Farah Jreige. *O Brasil e a harmonização contábil internacional*. São Paulo: Atlas, 2005.

WILLIAMSON, O. E. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WÜSTEMANN, Jens. *Disclosure Regimes and Corporate Governance*. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 159, pp. 717-726, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=554063>>. Acesso em: 06/05/2005.

7 Apêndice A: Questionário enviado às companhias e fundos de pensão

A -1 QUESTIONÁRIO DA PESQUISA DE CAMPO



Universidade Federal de Uberlândia
Faculdade de Gestão e Negócios
Programa de Pós-Graduação em
Administração

Av. João Naves de Ávila, 2160 Bloco F, Sala 216 CEP: 38400-089
Uberlândia / MG

À

Prezado (a) Sr. (a):

Responsável pela Área de Relacionamento com Investidores

Pela presente, apresentamos o aluno Eduardo José dos Santos, também signatário dessa, aluno do Programa de Pós-Graduação em Administração, que desenvolve pesquisa sobre a contribuição da Lei n.º 10.303/01, como parte de sua dissertação para conclusão do curso de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Uberlândia - UFU.

O objetivo desta pesquisa é colher dados acerca das contribuições ofertadas pela Lei 10.303/2001, no sentido de se avaliar o ativismo dos acionistas não controladores das Companhias Abertas Brasileiras, avaliando inclusive o reflexo em relação aos princípios de Governança Corporativa, para fins de **ESTUDO E PESQUISA ACADÊMICOS**.

Os dados coletados junto às empresas serão analisados estatisticamente e em conjunto, garantindo assim a confidencialidade dos mesmos, tendo como único propósito embasar a conclusão de uma dissertação de mestrado. Desta forma, não serão divulgados os nomes e os dados individuais das empresas participantes.

O questionário foi elaborado de forma a consumir o mínimo de seu tempo, através de perguntas de múltipla escolha. Caso surjam dúvidas nos termos utilizados no questionário, um glossário apensado ao mesmo poderá dirimi-las.

Favor devolver o questionário respondido diretamente ao pesquisador por meio do e-mail: eduardo.js@brturbo.com.br.

Desde já agradecemos enormemente a contribuição de V.Sas. para a aproximação da teoria acadêmica com a prática empresarial e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que forem necessários.

Atenciosamente,

Eduardo José dos Santos
Orientando

Profa. Dra. Sirlei Lemes
Orientadora

Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Junior
Coordenador do Programa de Pós-
Graduação em Administração - Mestrado
em Administração
PPGA/FAGEN/UFU

Tel.: 62 8416-1908 / 3285-
4008

Tel.: 034 3239-4176

Tel.: 34 3239-4132 / 3239-4525



Universidade Federal de Uberlândia

Faculdade de Gestão e Negócios

Programa de Pós-Graduação em
Administração

Av. João Naves de Ávila, 2160 Bloco F, Sala 216 CEP: 38400-089
Uberlândia / MG

À

Prezado (a) Sr.(a):

Responsável pela Gerência / Investimentos do Fundo de Pensão

Pela presente, apresentamos o aluno Eduardo José dos Santos, também signatário dessa, aluno do Programa de Pós-Graduação em Administração, que desenvolve pesquisa sobre a contribuição da Lei n.º 10.303/01, como parte de sua dissertação para conclusão do curso de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Uberlândia - UFU.

O objetivo desta pesquisa é colher dados acerca das contribuições ofertadas pela Lei 10.303/2001, no sentido de se avaliar o ativismo dos acionistas não controladores das Companhias Abertas Brasileiras, avaliando inclusive o reflexo em relação aos princípios de Governança Corporativa, para fins de **ESTUDO E PESQUISA ACADÊMICOS**.

Os dados coletados junto aos fundos de pensão serão analisados estatisticamente e em conjunto, garantindo assim a confidencialidade dos mesmos, tendo como único propósito embasar a conclusão de uma dissertação de mestrado. Desta forma, não serão divulgados os nomes e os dados individuais dos fundos de pensão participantes.

O questionário foi elaborado de forma a consumir o mínimo de seu tempo, através de perguntas de múltipla escolha.

Favor devolver o questionário respondido diretamente ao pesquisador por meio do e-mail: eduardo.js@brturbo.com.br.

Desde já agradecemos enormemente a contribuição de V.Sas. para a aproximação da teoria acadêmica com a prática empresarial e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que forem necessários.

Atenciosamente,

Eduardo José dos Santos

Profa. Dra. Sirlei Lemes

Prof. Dr. Valdir Machado Valadão
Junior

Orientando

Orientadora

Coordenador do Programa de Pós-
Graduação em Administração - Mestrado
em Administração

PPGA/FAGEN/UFU

Tel.: 62 8416-1908 / 3243
2247

Tel.: 034 3239-4176

Tel.: 34 3239-4132 / 3239-4525

A-2 Bloco 1

Empresa:

Nome do Respondente:

Com relação às questões abaixo enumeradas, selecione nas listagens apresentadas a alternativa que represente a resposta mais adequada, ou aquela que mais se aproxime das práticas da companhia.

Observação: o glossário para dirimir possíveis dúvidas encontra-se disposto abaixo do questionário.

BLOCO 1: PERFIL DA EMPRESA E DO RESPONDENTE

1 A sua empresa se enquadra em qual classificação setorial enumerada abaixo (conforme critérios estabelecidos pela BOVESPA):

- | | |
|--------------------------|----------------------------------|
| <input type="checkbox"/> | Petróleo e Gás |
| <input type="checkbox"/> | Materiais Básicos |
| <input type="checkbox"/> | Bens Industriais |
| <input type="checkbox"/> | Construção e Transporte |
| <input type="checkbox"/> | Consumo Não Cíclico ¹ |
| <input type="checkbox"/> | Consumo Cíclico ² |
| <input type="checkbox"/> | Telecomunicações |
| <input type="checkbox"/> | Utilidade Pública |
| <input type="checkbox"/> | Financeiro e Outros ³ |

2 A sua empresa se enquadra em qual dos índices determinados pela BOVESPA, gentileza especificar desde qual data:

- | | |
|--------------------------|--------------------|
| <input type="checkbox"/> | Nenhum dos índices |
| <input type="checkbox"/> | IBOVESPA |
| <input type="checkbox"/> | IBrX 50 |
| <input type="checkbox"/> | IBrX |
| <input type="checkbox"/> | IBrX-2 |
| <input type="checkbox"/> | IGC – Novo Mercado |
| <input type="checkbox"/> | IGC – Nível 1 |

- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 2
- ITAG – Índice de empresas com “tag along”
- IEE
- ITEL

Data do enquadramento no índice Bovespa escolhido (atual): _____

3 Anteriormente à listagem atual, a sua empresa estava listada em qual dos índices determinados pela BOVESPA, gentileza especificar a data da mudança:

- Nenhum dos índices
- IBOVESPA
- IBrX 50
- IBrX
- IBrX-2
- IGC – Novo Mercado
- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 2
- ITAG – Índice de empresas com “tag along”
- IEE
- ITEL

Data da mudança para a listagem atual da Bovespa: _____

4 Em relação à categoria dos acionistas controladores, pode-se enquadrar sua empresa no seguinte grupo:

- Familiar ou individual
- Privado estrangeiro
- Privado nacional
- Estatal
- Fundos de pensão
- Bancos ou outras instituições financeiras

5 Especifique a proporção de ações ordinárias e preferenciais emitidas pela empresa:

Percentual de ações ordinárias emitidas: _____

Percentual de ações preferenciais emitidas: _____

Total: _____

6 Especifique os seguintes percentuais:

Ações ordinárias do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das ações ordinárias emitidas: _____ %

Ações ordinárias e preferenciais do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das emissões: _____ %

7 A empresa negocia com ADRs – American Depositary Receipts? Em caso positivo, indique o tipo.

- Não
- ADR Nível I
- ADR Nível II
- ADR Nível III
- RADR

8 Em face do impedimento da retenção aleatória de lucros prevista na Lei n.º 10.303/2001, pode-se classificar a política de dividendos de sua empresa como sendo:

- Normal, limitando-se às regras da legislação societária
- Agressiva, ou seja, que extrapola as regras da legislação societária

9 A receita operacional bruta média anual se enquadra na faixa de:

- Até R\$ 1 milhão
- Superior a R\$ 1 milhão e inferior a R\$ 10 milhões
- Superior a R\$ 10 milhões e inferior a R\$ 50 milhões
- Superior a R\$ 50 milhões e inferior a R\$ 100 milhões
- Superior a R\$ 100 milhões e inferior a R\$ 200 milhões
- Superior a R\$ 200 milhões e inferior a R\$ 500 milhões
- Superior a R\$ 500 milhões e inferior a R\$ 1 bilhão
- Igual ou superior a R\$ 1 bilhão

10 O seu cargo na empresa corresponde há:

- Presidência
- Diretoria
- Gerência
- Administrador
- Contador

11 O respondente deste questionário está ocupando o cargo a:

- Menos de 1 ano
- Mais de 1 e menos de 5 anos
- Mais de 5 anos

12 No tocante ao perfil acadêmico, qual o nível de formação do respondente deste questionário?

- Até o segundo grau
- Graduação
- Especialização (*Lato Sensu*)
- MBA (*Master Business Administration*)
- Mestrado (*Stricto Sensu*)
- Doutorado (*Stricto Sensu*)

A-3 Bloco 2

BLOCO 2: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR OS REFLEXOS DA EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS POR PARTE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

13 Em relação à afirmação de que cada ação tenha direito a um voto ser considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

14 Quanto à afirmação: "Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para aumentar os custos de agência⁴, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário⁵ do controlador da companhia.", você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

15 O parágrafo 1º do artigo 8º da Lei n. 10.303/2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões. Atribui-se a esse quesito do texto legal o aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Com relação a essa assertiva, você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

16 O novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais somente será aplicado às novas companhias fechadas que decidirem abrir seu capital. Acredita-se que a Lei n.º 10.303/2001 manteve o *status quo* referente à separação do investimento financeiro do poder de decisão nas companhias. Com respeito a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

17 O novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para aquelas que decidam abrir seu capital, é um instrumento legal suficiente para que se atraia investimentos específicos de acionistas minoritários. Em relação a essa assertiva, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

18 Se a Lei n. 10.303/2001 tivesse previsto que o novo limite de emissão de ações preferenciais (montante de 50%) fosse obrigatório também para as companhias abertas já existentes, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos, em face da provável necessidade dos controladores terem de investir mais capital numa oferta pública para se manter o controle e impedir a dispersão acionária. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

19 Se a Lei n.º 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação-um-voto, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

20 Em relação ao limite de ações preferenciais previstos na Lei n.º 10.303/2001, pode-se afirmar que a nova previsão legal prejudica o aumento do ativismo dos acionistas minoritários, em face da disparidade existente entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

21 As ações preferenciais normalmente recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º da Lei n.º 10.303/2001 estipula basicamente três vantagens⁶ dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, qual seja a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-4 Bloco 3

BLOCO 3: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR A REPRESENTAÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, CONSELHO FISCAL E NAS ASSEMBLÉIAS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 22 O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 dispõe que terão direito de eleger um membro do conselho de administração - numa eleição separada da assembléia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição - acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total. Aponta-se que essa medida representou um avanço em termos de se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no conselho de administração. Em relação ao suposto avanço, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 23 O parágrafo 7º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 garante que o conselho de administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador. Com base nessa previsão legal, evidencia-se a possibilidade dos acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários. A respeito dessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

24 A utilização do mecanismo de "voto múltiplo", instrumento que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no conselho de administração, por meio de mecanismos diferenciados de votação, fora anteriormente avaliado em pesquisas empíricas que indicaram que os acionistas minoritários no Brasil não são ativistas, ou preferem vender suas ações quando insatisfeitos. Nesse sentido, se afirmássemos que essa situação mudou após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001, você poderia dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

25 Aponta-se que a Lei n. 10.303/2001, tomando por base suas novas prerrogativas, auxiliaria no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembléias. Com base nessa assertiva, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

26 Aponta-se também que o advento da Lei n. 10.303/2001 provocaria uma maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (desde que caracterizados como acionistas minoritários) nos processos de deliberação ou votação. Em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-5 Bloco 4

BLOCO 4: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR OS DIREITOS NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

27 Com relação à afirmação de que a Lei n. 10.303/2001 endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle⁷ por parte dos acionistas controladores, por meio da disposição legal em se garantir o direito a *tag along*⁸ de apenas 80%, em caso de alienação do bloco de controle, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

28 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* é indispensável no contexto brasileiro, em que o potencial para confisco de valor dos minoritários é alto. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

29 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10/303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Nesse sentido, e em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-6 Bloco 5

BLOCO 5: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR QUESTÕES GERAIS PRESENTES NOS PROCESSOS DE GESTÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

30 A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, referente à Lei n. 10.303/2001, prevê que os conselheiros das companhias são obrigados a votar de acordo com os termos do acordo de acionistas⁹ concluído pelos acionistas que os elegeram. Nesse sentido, comenta-se que a vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

31 A Lei n. 10.303/2001 prevê a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por intermédio das câmaras de arbitragem. Tal previsão pode contribuir para um incremento no ativismo dos acionistas minoritários. Em relação a essa afirmação, você pode asseverar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

32 A Lei n. 10.303/2001 estabeleceu o aumento do poder individual dos integrantes do conselho fiscal, bem como a norma que torna obrigatória a revelação de quaisquer mudanças em sua propriedade, por parte dos administradores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verifica-se então uma base sólida para melhoria do ativismo dos acionistas minoritários. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-7 Bloco 6

BLOCO 6: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO REFEREM-SE A OUTRAS POLÍTICAS PÚBLICAS ESPECÍFICAS QUE INFLUENCIAM OS PROCESSOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

- 33** Conjuntamente com as formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley, verifica-se também a possibilidade de converter as obrigações desse aparato legal em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem perante o investidor, adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano, bem como da melhoria da imagem e transparência das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 34** A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei n. 11.101/2005) traz consigo novidades que promoverão mudanças no âmbito jurídico e na administração das empresas. Acredita-se que um novo ambiente de negócios poderá ser instalado no Brasil e, por conseguinte, os processos de governança corporativa tendem a ser fortalecidos com o advento deste instrumento. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 35** Aponte o principal problema da Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências, com relação aos processos de recuperação judicial (antiga concordata) e de falências. Se o problema não constar da relação, gentileza anotar no campo “Outros” logo abaixo:

- A empresa tem de estar em dia com o Fisco
- Os prazos são exíguos: a empresa tem 60 dias para apresentar o plano de recuperação judicial
- Não há clareza se o comprador da empresa herda dívidas fiscais e trabalhistas
- Deixa as decisões de venda nas mãos do juiz responsável pela falência
- Outros: _____

Por favor, após a seleção das alternativas, gentileza encaminhar o arquivo para: eduardo.js@brturbo.com.br. Para isso, basta você clicar no ícone "E-mail" e selecionar a guia "Enviar a pasta de trabalho inteira como anexo." Para executar esse comando, você deverá estar com o Outlook Express aberto e conectado à Internet.

Como segunda opção, o questionário impresso poderá ser enviado pelo fax (62) 3285 4008.

Muito Obrigado!

A-8 Glossário do questionário da pesquisa de campo.

1	Consumo Não Cíclico:	Segmento de café, grãos e derivados, carnes e derivados, laticínios, alimentos diversos, cervejas e refrigerantes, cigarros e fumo, produtos de uso pessoal, produtos de limpeza, medicamentos e análises e diagnósticos.
2	Consumo Cíclico	Fios e tecidos, couros, vestuário, calçados, acessórios, eletrodomésticos, móveis, utensílios domésticos, televisão por assinatura, jornais, livros e revistas, hotelaria, bicicletas, brinquedos e jogos, parques de diversão, tecidos, vestuários e calçados, eletrodomésticos, livrarias e papelarias e produtos diversos.
3	Financeiro e Outros	Bancos, sociedade de crédito e financiamento, sociedade de arrendamento mercantil, securitizadoras de recebíveis, seguradoras, sociedades de capitalização, exploração de imóveis, holdings diversificadas, fundos imobiliários, fundos de ações, fundos de direitos creditórios, fundos de incentivo setorial, serviços diversos e outros.
4	Custos de Agência	Os custos de agência decorrentes do poder discricionário do controlador da companhia aqui se enquadram nas seguintes ações: 1) Custos de elaboração e estruturação de contratos que permitam aos acionistas controladores contrapor seus direitos absolutos de propriedade ao poder outorgado dos gestores das companhias; 2) Custos de monitoramento permanente dos gestores outorgados - assumidos em relação a todos os órgãos colegiados internos (conselhos de administração, comitês, conselhos fiscais e auditorias internas); 3) Custos com sistemas complexos de informações gerenciais; e 4) Custos com sistemas de incentivos.
5	Discricionário	Arbitrário, caprichoso.
6	Vantagens art. 17 § 1º	1) Antiga garantia de dividendo pelo menos 10% superior ao pago às ações ordinárias; 2) A garantia de ter uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício calculado na forma prevista; 3) O direito a receber o mesmo tratamento que os acionistas ordinários na alienação de controle.
7	Benefícios Privados de Controle	São as vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia em detrimento dos outros acionistas.
8	Tag Along	Mecanismo de proteção aos acionistas minoritários na alienação de controle quando os benefícios privados de controle são elevados, como no caso do Brasil.
9	Acordo de Acionistas	Servem para organizar tanto os interesses de acionistas controladores como interesses de acionistas minoritários. Como quaisquer outros contratos, esses acordos devem prever obrigações para as partes envolvidas, ou seja, para os acionistas.

A-9 Bloco 1

Fundo de Pensão:

Nome do Respondente:

Com relação às questões abaixo enumeradas, selecione nas listagens apresentadas a alternativa que represente a resposta mais adequada, ou aquela que mais se aproxime das práticas do fundo de pensão.

Observação: o glossário para dirimir possíveis dúvidas encontra-se disposto abaixo do questionário.

BLOCO 1: INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO DE PENSÃO E O RESPONDENTE

- 1 Marque a classificação setorial onde atualmente o fundo de pensão possui o maior volume de investimentos. Se a classificação não constar da listagem, favor especificar no campo “Outros”.**

<input type="checkbox"/>	Empresas de Petróleo e Gás
<input type="checkbox"/>	Empresas de Materiais Básicos
<input type="checkbox"/>	Empresas de Bens Industriais
<input type="checkbox"/>	Empresas de Construção e Transporte
<input type="checkbox"/>	Empresas de Telecomunicações
<input type="checkbox"/>	Empresas de Utilidade Pública
<input type="checkbox"/>	Empresas de Energia Elétrica
<input type="checkbox"/>	Empresas de Atividades Financeiras
<input type="checkbox"/>	Outros: _____

- 2 Atualmente, a empresa onde o fundo de pensão possui o maior volume de investimentos está listada em qual dos índices da Bovespa?**

<input type="checkbox"/>	Nenhum dos índices
<input type="checkbox"/>	IBOVESPA
<input type="checkbox"/>	IBrX 50
<input type="checkbox"/>	IBrX
<input type="checkbox"/>	IBrX-2
<input type="checkbox"/>	IGC – Novo Mercado

- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 2
- ITAG – Índice de empresas com “tag along”
- IEE
- ITEL

3 Anteriormente à situação atual, a empresa onde o fundo de pensão possui o maior volume de investimentos estava listada em qual dos índices determinados pela Bovespa?

- Nenhum dos índices
- IBOVESPA
- IBrX 50
- IBrX
- IBrX-2
- IGC – Novo Mercado
- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 1
- IGC – Nível 2
- ITAG – Índice de empresas com “tag along”
- IEE
- ITEL

4 Em relação à categoria dos patrocinadores, pode-se enquadrar o fundo de pensão no seguinte grupo. Se a classificação não constar da listagem, favor especificar no campo “Outros”:

- Privado estrangeiro
- Privado nacional
- Estatal
- Bancos ou outras instituições financeiras
- Outros: _____

5 Especifique a proporção de ações ordinárias e preferenciais emitidas pela empresa onde o fundo de pensão detém o maior volume de investimentos:

Percentual de ações ordinárias emitidas: _____

Percentual de ações preferenciais emitidas: _____

Total: _____

6 Especifique os seguintes percentuais, em relação à empresa onde o fundo de pensão detém o maior volume de investimentos:

Ações ordinárias do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das ações ordinárias emitidas: _____ %

Ações ordinárias e preferenciais do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das emissões: _____ %

7 A empresa onde o fundo detém o maior volume de investimentos negocia com ADRs – American Depositary Receipts? Em caso positivo, indique o tipo.

- Não
- ADR Nível I
- ADR Nível II
- ADR Nível III
- RADR

8 Em face do impedimento da retenção aleatória de lucros prevista na Lei n.º 10.303/2001, pode-se classificar a política de dividendos da empresa onde o fundo detém o maior volume de investimentos como sendo:

- Normal, limitando-se às regras da legislação societária
- Agressiva, ou seja, que extrapola as regras da legislação societária

9 A receita operacional bruta média anual, da empresa onde o fundo detém o maior volume de investimentos, se enquadra na faixa de:

- Até R\$ 1 milhão
- Superior a R\$ 1 milhão e inferior a R\$ 10 milhões
- Superior a R\$ 10 milhões e inferior a R\$ 50 milhões
- Superior a R\$ 50 milhões e inferior a R\$ 100 milhões
- Superior a R\$ 100 milhões e inferior a R\$ 200 milhões
- Superior a R\$ 200 milhões e inferior a R\$ 500 milhões
- Superior a R\$ 500 milhões e inferior a R\$ 1 bilhão
- Igual ou superior a R\$ 1 bilhão

10 O seu cargo na empresa corresponde há:

- Presidência
- Diretoria
- Gerência
- Administrador
- Contador

11 O respondente deste questionário está ocupando o cargo a:

- Menos de 1 ano
- Mais de 1 e menos de 5 anos
- Mais de 5 anos

12 No tocante ao perfil acadêmico, qual o nível de formação do respondente deste questionário?

- Até o segundo grau
- Graduação
- Especialização (*Lato Sensu*)
- MBA (*Master Business Administration*)
- Mestrado (*Stricto Sensu*)
- Doutorado (*Stricto Sensu*)

A-10 Bloco 2

BLOCO 2: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR OS REFLEXOS DA EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS POR PARTE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

13 Em relação à afirmação de que cada ação tenha direito a um voto ser considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

14 Quanto à afirmação: "Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para aumentar os custos de agência⁴, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário⁵ do controlador da companhia.", você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

15 O parágrafo 1º do artigo 8º da Lei n. 10.303/2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões. Atribui-se a esse quesito do texto legal o aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Com relação a essa assertiva, você:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

16 O novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais somente será aplicado às novas companhias fechadas que decidirem abrir seu capital. Acredita-se que a Lei n.º 10.303/2001 manteve o *status quo* referente à separação do investimento financeiro do poder de decisão nas companhias. Com respeito a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

17 O novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para aquelas que decidam abrir seu capital, é um instrumento legal suficiente para que se atraia investimentos específicos de acionistas minoritários. Em relação a essa assertiva, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

18 Se a Lei n. 10.303/2001 tivesse previsto que o novo limite de emissão de ações preferenciais (montante de 50%) fosse obrigatório também para as companhias abertas já existentes, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos, em face da provável necessidade dos controladores terem de investir mais capital numa oferta pública para se manter o controle e impedir a dispersão acionária. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

19 Se a Lei n.º 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação-um-voto, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

20 Em relação ao limite de ações preferenciais previstos na Lei n.º 10.303/2001, pode-se afirmar que a nova previsão legal prejudica o aumento do ativismo dos acionistas minoritários, em face da disparidade existente entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

21 As ações preferenciais normalmente recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º da Lei n.º 10.303/2001 estipula basicamente três vantagens⁶ dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, qual seja a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-11 Bloco 3

BLOCO 3: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR A REPRESENTAÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, CONSELHO FISCAL E NAS ASSEMBLÉIAS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

- 22 O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 dispõe que terão direito de eleger um membro do conselho de administração - numa eleição separada da assembleia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição - acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total. Aponta-se que essa medida representou um avanço em termos de se permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no conselho de administração. Em relação ao suposto avanço, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 23 O parágrafo 7º do artigo 141 da Lei n. 10.303/2001 garante que o conselho de administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador. Com base nessa previsão legal, evidencia-se a possibilidade dos acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários. A respeito dessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

24 A utilização do mecanismo de "voto múltiplo", instrumento que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no conselho de administração, por meio de mecanismos diferenciados de votação, fora anteriormente avaliado em pesquisas empíricas que indicaram que os acionistas minoritários no Brasil não são ativistas, ou preferem vender suas ações quando insatisfeitos. Nesse sentido, se afirmássemos que essa situação mudou após a aprovação da Lei n.º 10.303/2001, você poderia dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

25 Aponta-se que a Lei n. 10.303/2001, tomando por base suas novas prerrogativas, auxiliaria no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembléias. Com base nessa assertiva, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

26 Aponta-se também que o advento da Lei n. 10.303/2001 provocaria uma maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (desde que caracterizados como acionistas minoritários) nos processos de deliberação ou votação. Em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-12 Bloco 4

BLOCO 4: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR OS DIREITOS NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º 10.303/2001.

27 Com relação à afirmação de que a Lei n. 10.303/2001 endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle⁷ por parte dos acionistas controladores, por meio da disposição legal em se garantir o direito a *tag along*⁸ de apenas 80%, em caso de alienação do bloco de controle, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

28 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* é indispensável no contexto brasileiro, em que o potencial para confisco de valor dos minoritários é alto. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

29 A adoção da "regra obrigatória" de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei n. 10/303/2001, em função do *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Nesse sentido, e em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-13 Bloco 5

**BLOCO 5: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO PROCURAM AVALIAR
QUESTÕES GERAIS PRESENTES NOS PROCESSOS DE GESTÃO DAS
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS, APÓS A APROVAÇÃO DA LEI N.º
10.303/2001.**

30 A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, referente à Lei n. 10.303/2001, prevê que os conselheiros das companhias são obrigados a votar de acordo com os termos do acordo de acionistas⁹ concluído pelos acionistas que os elegeram. Nesse sentido, comenta-se que a vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

31 A Lei n. 10.303/2001 prevê a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por intermédio das câmaras de arbitragem. Tal previsão pode contribuir para um incremento no ativismo dos acionistas minoritários. Em relação a essa afirmação, você pode asseverar que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

32 A Lei n. 10.303/2001 estabeleceu o aumento do poder individual dos integrantes do conselho fiscal, bem como a norma que torna obrigatória a revelação de quaisquer mudanças em sua propriedade, por parte dos administradores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verifica-se então uma base sólida para melhoria do ativismo dos acionistas minoritários. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

A-14 Bloco 6

**BLOCO 6: TODAS AS QUESTÕES ABAIXO REFEREM-SE A OUTRAS
POLÍTICAS PÚBLICAS ESPECÍFICAS QUE INFLUENCIAM OS
PROCESSOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.**

- 33** Conjuntamente com as formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley, verifica-se também a possibilidade de converter as obrigações desse aparato legal em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem perante o investidor, adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano, bem como da melhoria da imagem e transparência das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 34** A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei n. 11.101/2005) traz consigo novidades que promoverão mudanças no âmbito jurídico e na administração das empresas. Acredita-se que um novo ambiente de negócios poderá ser instalado no Brasil e, por conseguinte, os processos de governança corporativa tendem a ser fortalecidos com o advento deste instrumento. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

- Concorda totalmente
- Concorda parcialmente
- Indiferente
- Discorda parcialmente
- Discorda totalmente

- 35** Aponte o principal problema da Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências, com relação aos processos de recuperação judicial (antiga concordata) e de falências. Se o problema não constar da relação, gentileza anotar no campo “Outros” logo abaixo:

- A empresa tem de estar em dia com o Fisco
- Os prazos são exíguos: a empresa tem 60 dias para apresentar o plano de recuperação judicial
- Não há clareza se o comprador da empresa herda dívidas fiscais e trabalhistas
- Deixa as decisões de venda nas mãos do juiz responsável pela falência
- Outros: _____

Por favor, após a seleção das alternativas, gentileza encaminhar o arquivo para: eduardo.js@brturbo.com.br. Para isso, basta você clicar no ícone "E-mail" e selecionar a guia "Enviar a pasta de trabalho inteira como anexo." Para executar esse comando, você deverá estar com o Outlook Express aberto e conectado à Internet.

Como segunda opção, o questionário impresso poderá ser enviado pelo fax (62) 3285 4008.

Muito Obrigado!

8 Apêndice B: Resumo das modificações efetuadas na Lei 6.404/76

QUADRO 13

Compilação das modificações efetuadas na Lei n.º 6.404/76 por intermédio da Lei n.º 10.303/01
(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	-	Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos a negociação em bolsa ou no mercado de balcão.	Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.	-	-
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	Único	Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão.	Revogado.	-	-
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	1º	-	-	Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.	Reforça a inclusão do parágrafo 2º, artigo 2º da Lei 6.385/76, que determina como prerrogativa da CVM a exigência de que os emissores de valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade anônima.
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	2º	-	-	Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.	Estabelecimento de relação direta com as prerrogativas do art. 19 da Lei 6.385/76.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	3º	-	-	A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.	A inclusão desse parágrafo maximiza o poder discricionário da CVM, ampliando inclusive suas prerrogativas.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	4º	-	-	O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.	Estabelecimento de mais uma prerrogativa disciplinadora do Mercado de Capitais à CVM.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	5º	-	-	Terminado o prazo da oferta pública fixada na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º	6º	-	-	O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	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.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º-A	1º	-	-	O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.	-
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º-A	2º	-	-	Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º-A	3º	-	-	Os acionistas que requerem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.	-
I	Característica e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima	4º-A	4º	-	-	Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.	-
III Seção III	Ações / Espécies e Classes	15º	2º	O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.	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.	-	A modificação desse artigo implicou em uma possibilidade de alinhamento de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. Apesar disso, a modificação legal não se equipara à regra uma-ação um-voto, que seria a opção ideal em termos de aproximação entre propriedade e gestão das Companhias.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º-I	-	As preferências ou vantagens das ações preferenciais: consistem, salvo no caso de ações com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, no direito a dividendos no mínimo dez por cento maiores do que os atribuídos às ações ordinárias;	As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;	-	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º-II	-	Sem prejuízo do disposto no inciso anterior e no que for com ele compatível, podem consistir: a) em prioridade na distribuição de dividendos; b) em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; c) na acumulação das vantagens acima enumeradas.	As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;	-	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º-III	-	-	-	As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º	Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.	Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:	-	A modificação nesse item do aparato legal amplia de forma sistemática as possibilidades de preferências ou vantagens aos detentores de ações preferenciais. Nesse sentido, pode-se estabelecer uma melhoria nas alternativas a serem ofertadas aos preferencialistas, no caso de distribuição de dividendos ou alienação do bloco de controle.
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º- I	-	-	Direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º- Ia	-	-	Prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º- Ib	-	-	Direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º- II	-	-	Direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	1º- III	-	-	Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.	O novo dispositivo legal faz menção apenas ao direito sobre os dividendos, sem porém estabelecer o direito ao <i>tag along</i> .
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	2º	Salvo disposição em contrário do estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.	Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.	-	A nova redação enfatiza a importância de se transparecer no estatuto social das Companhias quaisquer outras vantagens aos preferencialistas, o que de certa forma relaciona-se aos conceitos de equidade e senso de justiça apregoados pelas práticas de Governança Corporativa.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	3º	O dividendo fixo ou mínimo e o prêmio de reembolso estipulados em determinada importância em moeda, ficarão sujeitos à correção monetária anual, por ocasião da assembleia-geral ordinária, aos mesmos coeficientes adotados na correção do capital social, desprezadas as frações de centavo.	Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.	-	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	4º	4º O estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes de correção monetária (artigo 167) e de capitalização de reservas e lucros (artigo 169).	Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	5º	O estatuto pode conferir às ações preferenciais, com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.	Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).	-	-
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	6º	O pagamento de dividendo fixo ou mínimo às ações preferenciais não pode resultar em que, da incorporação do lucro remanescente ao capital social da companhia, a participação do acionista residente ou domiciliado no exterior nesse capital, registrada no Banco Central do Brasil, aumente em proporção maior do que a do acionista residente ou domiciliado no Brasil.	O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção III	Ações Preferenciais	17º	7º	-	-	Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.	-
III Seção V	Certificados / Requisitos	24º	2º	Os certificados de ações de companhias abertas podem ser assinados por 2 (dois) mandatários com poderes especiais, cujas procurações, juntamente com o exemplar das assinaturas, tenham sido previamente depositadas na bolsa de valores em que a companhia tiver as ações negociadas, ou autenticadas com chancela mecânica, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.	Os certificados de ações emitidas por companhias abertas podem ser assinados por dois mandatários com poderes especiais, ou autenticados por chancela mecânica, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção VI	Certificados / Propriedade e Circulação	31º	-	A propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de "Registro das Ações Nominativas".	A propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de "Registro de Ações Nominativas" ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações.	-	-
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	-	A instituição financeira autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie, classe e companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis.	A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	Único	A instituição não pode dispor das ações e fica obrigada a devolver ao depositante a quantidade de ações recebidas, com as modificações resultantes de alterações no capital social ou no número de ações da companhia emissora, independentemente do número de ordem das ações ou dos certificados recebidos em depósito.	A instituição depositária não pode dispor das ações e fica obrigada a devolver ao depositante a quantidade de ações recebidas, com as modificações resultantes de alterações no capital social ou no número de ações da companhia emissora, independentemente do número de ordem das ações ou dos certificados recebidos em depósito.	-	-
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	2º	-	-	Aplica-se o disposto neste artigo, no que couber, aos demais valores mobiliários.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	3º-I	-	-	A instituição depositária ficará obrigada a comunicar à companhia emissora: imediatamente, o nome do proprietário efetivo quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação;	-
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	3º-II	-	-	A instituição depositária ficará obrigada a comunicar à companhia emissora: no prazo de até 10 (dez) dias, a contratação da custódia e a criação de ônus ou gravames sobre as ações.	-
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	4º	-	-	A propriedade das ações em custódia fungível será provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
III Seção VIII	Custódia de Ações Fungíveis	41º	5º	-	-	A instituição tem as obrigações de depositária e responde perante o acionista e terceiros pelo descumprimento de suas obrigações.	-
III Seção X	Ações / Resgate, Amortização e Reembolso	44º	6º	-	-	Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembléia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s).	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
IV	Partes Beneficiárias	47º	Único	A companhia aberta somente poderá criar partes beneficiárias para alienação onerosa, ou para atribuição gratuita a sociedades ou fundações beneficentes de seus empregados.	É vedado às companhias abertas emitir partes beneficiárias.	-	-
V	Debêntures	52º	-	A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado.	A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.	-	-
V Seção I	Direito dos Debenturistas	54º	Único	A debênture poderá conter cláusula de correção monetária, aos mesmos coeficientes fixados para a correção dos títulos da dívida pública, ou com base na variação de taxa cambial.	A debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
V Seção I	Direito dos Debenturistas	54º	2º	-	-	A escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização ou resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º.	-
V Seção I	Direito dos Debenturistas	59º	1º	Na companhia aberta, a assembleia-geral pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os números VI a VIII deste artigo e sobre a oportunidade da emissão.	Na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, e a assembleia-geral pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os incisos VI a VIII deste artigo e sobre a oportunidade da emissão.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
V Seção I	Direito dos Debenturistas	62º	I	Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembléia-geral que deliberou sobre a emissão;	Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembléia-geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão;	-	A modificação nesse artigo reforça o papel do conselho de administração como órgão vinculado diretamente às práticas de transparência na condução das decisões corporativas.
V Seção I	Direito dos Debenturistas	62º	II	Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: - inscrição da escritura de emissão no registro de imóveis do lugar da sede da companhia;	Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: inscrição da escritura de emissão no registro do comércio;	-	-
V Seção I	Direito dos Debenturistas	62º	4º	Os registros de imóveis manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão.	Os registros do comércio manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
V Seção IV	Direito dos Debenturistas	63º	Único	As debêntures podem ser objeto de depósito com emissão de certificado, nos termos do art. 43.	As debêntures podem ser objeto de depósito com emissão de certificado, nos termos do art. 43.	-	-
V Seção IV	Direito dos Debenturistas	63º	2º	-	-	A escritura de emissão pode estabelecer que as debêntures sejam mantidas em contas de custódia, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 41.	-
V Seção IV	Direito dos Debenturistas	68º	1º-C	São deveres do agente fiduciário: notificar aos debenturistas, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura de emissão.	São deveres do agente fiduciário: notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
X Seção II	Acionistas / Direitos Essenciais	109º	3º	-	-	O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.	A inclusão desse parágrafo possibilita a minimização dos custos jurídicos decorrentes de possíveis questionamentos por parte dos acionistas, principalmente em relação à agilidade na solução das demandas junto às Companhias.
X Seção III	Acionistas / Direito de Voto - Abuso do Direito de Voto e Conflito de Interesses	115º	-	O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.	O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
X Seção IV	Acionistas / Acionista Controlador	116º	A	-	-	O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.	Os dispositivos desse item consubstanciam-se com os conceitos de transparência nas informações intra e inter corporações.
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	-	Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.	Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	6º	-	-	O acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutiva somente pode ser denunciado segundo suas estipulações.	-
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	7º	-	-	O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembléia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei.	-
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	8º	-	-	O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	9º	-	-	O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.	-
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	10º	-	-	Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
X Seção V	Acionistas / Acordo de Acionistas	118º	11º	-	-	A companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas.	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	I	Compete privativamente à assembleia-geral: - reformar o estatuto social;	Compete privativamente à assembleia-geral: - reformar o estatuto social;	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	II	Compete privativamente à assembleia-geral: - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no número II do artigo 142;	Compete privativamente à assembleia-geral: - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	III	Compete privativamente à assembleia-geral: tomar, anualmente, as contas dos administradores, e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;	Compete privativamente à assembleia-geral: tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	IV	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar a emissão de debêntures;	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59;	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	V	Compete privativamente à assembleia-geral: suspender o exercício dos direitos do acionista (artigo 120);	Compete privativamente à assembleia-geral: suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	VI	Compete privativamente à assembleia-geral: deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;	Compete privativamente à assembleia-geral: deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	VII	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar a emissão de partes beneficiárias;	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar a emissão de partes beneficiárias;	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	VIII	Compete privativamente à assembleia-geral: deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas;	Compete privativamente à assembleia-geral: deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	IX	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.	Compete privativamente à assembleia-geral: autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.	-	-
XI Seção I	Assembleia Geral / Competência Privada	122º	Único	Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.	Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Modo de Convocação e Local	124º	1º	A primeira convocação da assembleia-geral deverá ser feita com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembleia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias.	A primeira convocação da assembleia-geral deverá ser feita: na companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembleia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias; na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Modo de Convocação e Local	124º	5º - I	-	-	A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Modo de Convocação e Local	124º	5º - II	-	-	A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção I	Assembleia Geral / Modo de Convocação e Local	124º	6º	-	-	As companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores deverão remeter, na data da publicação do anúncio de convocação da assembleia, à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembleia-geral.	A inclusão desse parágrafo pressupõe uma possível melhoria nas informações à disposição dos acionistas.
XI Seção II	Assembleia Geral Ordinária / Documentos da Administração	133º	IV	-	-	Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver;	A inclusão desse parágrafo pressupõe uma possível melhoria nas informações à disposição dos acionistas.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção II	Assembleia Geral Ordinária / Documentos da Administração	133º	V	-	-	Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas: demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.	A inclusão desse parágrafo pressupõe uma possível melhoria nas informações à disposição dos acionistas.
XI Seção II	Assembleia Geral Ordinária / Documentos da Administração	133º	3º	Os documentos referidos neste artigo serão publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia-geral.	Os documentos referidos neste artigo, à exceção dos constantes dos incisos IV e V, serão publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia-geral.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Reforma do Estatuto	135º	3º	-	-	Os documentos pertinentes à matéria a ser debatida na assembleia-geral extraordinária deverão ser postos à disposição dos acionistas, na sede da companhia, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral.	-
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / "Quorum Qualificado"	136º-I	-	É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais espécies e classes, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;	É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:- criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / "Quorum Qualificado"	136º	2º	A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.	-	-	-
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / "Quorum Qualificado"	136º	3º	O disposto no § 2º não se aplica às assembleias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1º.	O disposto no § 2º deste artigo aplica-se também às assembleias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1º.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º	-	A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI do art. 136 dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:	A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º - II	-	Nos casos dos incisos IV e V, somente terá direito de retirada o titular de ações: que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros; e de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador;	Nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º - III	-	O reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de trinta dias contados da publicação da ata da assembleia-geral;	No caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades;	-	-
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º - IV	-	O prazo para o dissidente de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata;	O reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º - V	-	O pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembleia-geral.	O prazo para o dissidente de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata;	-	-
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º - VI	-	-	-	O pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembleia-geral.	-
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º	2º	O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto no inciso III do caput deste artigo, ainda que o titular das ações tenha-se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à reunião.	O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XI Seção III	Assembleia Geral Extraordinária / Direito de Retirada	137º	3º	Nos dez dias subsequentes ao término do prazo de que trata o inciso III do caput deste artigo, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para reconsiderar ou ratificar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.	Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Conselho de Administração - Composição	140º - I	-	O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho;	O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho;	-	-
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Conselho de Administração - Composição	140º - IV	-	O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho que deliberará por maioria de votos.	O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Conselho de Administração - Composição	140º	Único	-	-	O estatuto poderá prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem.	Esse dispositivo amplia o alinhamento de interesses à outras partes interessadas no processo de gestão das companhias, não sendo necessariamente um instrumento de proteção aos acionistas minoritários.
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	-	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.	-	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	4º	Se o número de membros do conselho de administração for inferior a 5 (cinco), é facultado aos acionistas que representem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1º.	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 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.	-	A diminuição do percentual das ações com direito a voto, bem como a inclusão dos preferencialistas com no mínimo 10% do capital social, ofertando aos mesmos o direito de eleição ou destituição de membro ou suplente do conselho de administração, em linhas gerais, representa um avanço em relação à sua influência sobre o conselho de administração.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	5º	-	-	Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º.	-
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	6º	-	-	Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	7º	-	-	Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Voto Múltiplo	141º	8º	-	-	A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º.	-
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Competência	142º	1º	Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros.	Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros.	-	-
XII Seção I	Conselho de Administração e Diretoria / Competência	142º	2º	-	-	A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4º, se houver.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção III	Administradores / Requisitos e Impedimentos	146º	-	Poderão ser eleitos para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os membros do conselho de administração ser acionistas e os diretores residentes no País, acionistas ou não.	-	-	-
XII Seção III	Administradores / Requisitos e Impedimentos	146º	1º	A ata da assembléia geral ou da reunião do conselho de administração que eleger administradores deverá conter a qualificação de cada um dos eleitos e o prazo de gestão, ser arquivada no registro do comércio e publicada.	A ata da assembléia-geral ou da reunião do conselho de administração que eleger administradores deverá conter a qualificação e o prazo de gestão de cada um dos eleitos, devendo ser arquivada no registro do comércio e publicada.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção III	Administradores / Requisitos e Impedimentos	146º	2º	A posse do conselheiro residente ou domiciliado no exterior fica condicionada à constituição de procurador residente no País, com poderes para receber citação em ações contra ele propostas com base na legislação societária, com prazo de validade coincidente com o do mandato.	A posse do conselheiro residente ou domiciliado no exterior fica condicionada à constituição de representante residente no País, com poderes para receber citação em ações contra ele propostas com base na legislação societária, mediante procuração com prazo de validade que deverá estender-se por, no mínimo, 3 (três) anos após o término do prazo de gestão do conselheiro.	-	-
XII Seção III	Administradores / Requisitos e Impedimentos	147º	3º - I e II	-	-	O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembleia-geral, aquele que: ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e tiver interesse conflitante com a sociedade.	A interposição desse parágrafo tende a minimizar o conflito de interesses entre as partes interessadas no processo de gestão das companhias.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção III	Administradores / Requisitos e Impedimentos	147º	4º	-	-	-	A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei.
XII Seção III	Administradores / Investidura	149º	-	Os conselheiros e diretores serão investidos nos seus cargos mediante assinatura de termo de posse no livro de atas do conselho de administração ou da diretoria, conforme o caso.	-	-	-
XII Seção III	Administradores / Investidura	149º	1º	Se o termo não for assinado nos 30 (trinta) dias seguintes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito, salvo justificação aceita pelo órgão da administração para o qual tiver sido eleito.	Se o termo não for assinado nos 30 (trinta) dias seguintes à nomeação, esta tornar-se-á sem efeito, salvo justificação aceita pelo órgão da administração para o qual tiver sido eleito.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção III	Administradores / Investidura	149º	2º	-	-	O termo de posse deverá conter, sob pena de nulidade, a indicação de pelo menos um domicílio no qual o administrador receberá as citações e intimações em processos administrativos e judiciais relativos a atos de sua gestão, as quais reputar-se-ão cumpridas mediante entrega no domicílio indicado, o qual somente poderá ser alterado mediante comunicação por escrito à companhia.	-
XII Seção IV	Administradores / Dever de Lealdade	155º	4º	-	-	É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.	O disposto nesse parágrafo tende a minimizar a possibilidade de utilização de informações privilegiadas por parte de quaisquer pessoas.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XII Seção IV	Administradores / Dever de Informar	157º	6º	-	-	O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.	A inclusão desse parágrafo pressupõe uma tendência à diminuição de possíveis conflitos de agência, principalmente em caso de separação entre propriedade e gestão, particular à companhias que tenham seu capital mais pulverizado.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Composição e Funcionamento	161º	-	A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.	-	-	-
XIII	Conselho Fiscal / Composição e Funcionamento	161º	6º	-	-	Os membros do conselho fiscal e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira assembleia-geral ordinária que se realizar após a sua eleição, e poderão ser reeleitos.	-
XIII	Conselho Fiscal / Composição e Funcionamento	161º	7º	-	-	A função de membro do conselho fiscal é indelegável.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Competência	163º - I	-	Compete ao conselho fiscal: fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;	Compete ao conselho fiscal: fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;	-	-
XIII	Conselho Fiscal / Competência	163º - IV	-	Compete ao conselho fiscal: denunciar aos órgãos de administração, e se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis a companhia;	Compete ao conselho fiscal: 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 assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis a companhia;	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Competência	163º	2º	O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais.	O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais.	-	-
XIII	Conselho Fiscal / Pareceres e Representações	164º	Único	Os pareceres e representações do conselho fiscal poderão ser apresentados e lidos na assembleia-geral, independentemente de publicação e ainda que a matéria não conste da ordem do dia.	Os pareceres e representações do conselho fiscal, ou de qualquer um de seus membros, poderão ser apresentados e lidos na assembleia-geral, independentemente de publicação e ainda que a matéria não conste da ordem do dia.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Deveres e Responsabilidades	165º	-	Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os artigos 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.	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.	-	-
XIII	Conselho Fiscal / Deveres e Responsabilidades	165º	1º	O membro do conselho fiscal não é responsável pelos atos ilícitos de outros membros, salvo se com eles for conivente, ou se concorrer para a prática do ato.	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.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Deveres e Responsabilidades	165º	2º	A responsabilidade dos membros do conselho fiscal por omissão no cumprimento de seus deveres é solidária, mas dela se exime o membro dissidente que fizer consignar sua divergência em ata da reunião do órgão e a comunicar aos órgãos da administração e à assembléia-geral.	O membro do conselho fiscal não é responsável pelos atos ilícitos de outros membros, salvo se com eles foi conivente, ou se concorrer para a prática do ato.	-	-
XIII	Conselho Fiscal / Deveres e Responsabilidades	165º	3º	-	-	A responsabilidade dos membros do conselho fiscal por omissão no cumprimento de seus deveres é solidária, mas dela se exime o membro dissidente que fizer consignar sua divergência em ata da reunião do órgão e a comunicar aos órgãos da administração e à assembléia-geral.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIII	Conselho Fiscal / Deveres e Responsabilidades	165º - A	-	-	-	Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.	-
XIV Seção I	Modificação do Capital Social / Exclusão do Direito de Preferência	172º	-	O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, de ações, debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações, e bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:	O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XIV Seção I	Modificação do Capital Social / Exclusão do Direito de Preferência	172º - II	-	O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, de ações, debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações, e bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos artigos 257 a 263.	O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.	-	-
XVI Seção II	Lucros, Reservas e Dividendos / Retenção de Lucros	196º	2º	O orçamento poderá ser aprovado na assembléia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício.	O orçamento poderá ser aprovado pela assembléia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XVI Seção II	Lucros, Reservas e Dividendos / Reserva de Lucros a Realizar	197º	-	No exercício em que os lucros a realizar ultrapassarem o total deduzido nos termos dos artigos 193 a 196, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar.	No exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar.	-	-
XVI Seção II	Lucros, Reservas e Dividendos / Reserva de Lucros a Realizar	197º	1º	-	-	Para os efeitos deste artigo, considera-se realizada a parcela do lucro líquido do exercício que exceder da soma dos seguintes valores: I - o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial (art. 248); e II - o lucro, ganho ou rendimento em operações cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XVI Seção II	Lucros, Reservas e Dividendos / Reserva de Lucros a Realizar	197º	2º	-	-	-	A reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório e, para efeito do inciso III do art. 202, serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro.
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º	-	Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou, se este for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:	Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º - I	-	Quota destinada à constituição da reserva legal (artigo 193);	Metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;	-	-
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º - II	-	Importância destinada à formação de reservas para contingências (artigo 195), e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;	O pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º - III	-	Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva (artigo 197), e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício.	Os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.	-	-
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º	2º	Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo.	Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º	3º	Nas companhias fechadas a assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro.	A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.	-	-
XVI Seção III	Lucros, Reservas e Dividendos / Dividendo Obrigatório	202º	6º	-	-	Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VI	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Alienação de Controle	254º - A	-	-	-	A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.	A reinclusão da cláusula que obriga o adquirente do bloco de controle a oferecer o <i>tag along</i> de no mínimo 80%, em termos gerais, pode servir como elemento minimizador dos benefícios privados de controle, guardadas as devidas implicações em termos de custos de transação e efetiva tomada de decisões pelo investidor em potencial.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VI	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Alienação de Controle	254º - A	1º	-	-	1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.	-
XX Seção VI	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Alienação de Controle	254º - A	2º	-	-	A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o <i>caput</i> , desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.	A estruturação desse artigo reforça o papel da CVM como agente regulamentador do mercado de capitais.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VI	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Alienação de Controle	254º - A	3º	-	-	Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o <i>caput</i> . O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.	-
XX Seção VI	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Alienação de Controle	254º - A	4º	-	-		Esse parágrafo, guardada a cautela necessária, pode reduzir os níveis de expropriação dos acionistas minoritários, desde que o acionista majoritário esteja realmente disposto a arcar com o ônus legalmente previsto.

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VIII	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Incorporação de Companhia Controlada	264º	-	Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado.	Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VIII	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Incorporação de Companhia Controlada	264º	1º	A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada.	A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.	-	-
XX Seção VIII	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Incorporação de Companhia Controlada	264º	2º	Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, com base no valor de patrimônio líquido da controlada a preços de mercado.	Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no <i>caput</i> .	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XX Seção VIII	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Incorporação de Companhia Controlada	264º	3º	Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.	Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.	-	-
XX Seção VIII	Sociedades Coligadas, Controladoras e Coligadas / Incorporação de Companhia Controlada	264º	4º	Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo.	Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.	-	-

(Continua)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XXIV	Prazos de Prescrição	287º - II	g	-	-	Prescreve: II - em 3 (três) anos - g) a ação movida pelo acionista contra a companhia, qualquer que seja o seu fundamento.	A delimitação do prazo prescricional, prevista nesse item, no mínimo reforça o importante papel das câmaras de arbitragem na solução de possíveis conflitos.
XXV	Disposições Gerais	289º	7º	-	-	Sem prejuízo do disposto no <i>caput</i> deste artigo, as companhias abertas poderão, ainda, disponibilizar as referidas publicações pela rede mundial de computadores.	O requisito desse parágrafo pressupõe o aumento da transparência (evidenciação) na divulgação das informações pelas companhias.

(Conclusão)

Capítulo / Seção	Descrição do Capítulo / Seção	Artigo	Parágrafo / Item	Redação Anterior – Lei n.º 6.404/76	Nova Redação – Lei n.º 10.303/01	Artigos, itens e parágrafos incluídos pela Lei n.º 10.303/01	Comentários às modificações dos artigos da Lei 6.404/76, que relacionam-se diretamente com os níveis de proteção aos minoritários e papel da CVM
XXV	Disposições Gerais	291º	-	A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no artigo 105; na alínea c do parágrafo único do artigo 123; no artigo 141; no § 1º do artigo 157; no § 4º do artigo 159; no § 2º do artigo 161; no § 6º do artigo 163; na alínea a do § 1º do artigo 246 e no artigo 277.	A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea c do parágrafo único do art. 123; no <i>caput</i> do art. 141; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no § 2º do art. 161; no § 6º do art. 163; na alínea a do § 1º do art. 246; e no art. 277.	-	-

Fonte: elaboração própria, a partir dos dados disponíveis em: <http://www.presidencia.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 06/05/2005.

9 Apêndice C: Média da Concentração de Controle e Propriedade

Tabela 12

Média da Concentração de Controle e Propriedade por Nível de Concordância com as Afirmações da Pesquisa

	DESCRÇÃO	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q13	Discorda Totalmente	42,5	57,5	71,85	27,6
	Discorda Parcialmente	52,59	63,21	57,79	33,29
	Indiferente	77,33	34,01	94,68	95,61
	Concorda Parcialmente	48,21	56,5	71,55	47,4
	Concorda Totalmente	72,47	43,58	80,69	73,63
Q15	Discorda Totalmente	64,19	53,72	56,13	35,45
	Discorda Parcialmente	45,79	54,21	72,28	38,17
	Indiferente	65,58	55,08	81,27	78,41
	Concorda Parcialmente	65,97	49,74	76,8	63,63
	Concorda Totalmente	59,38	40,63	82,83	62,84
Q16	Discorda Totalmente	.	.	.	.
	Discorda Parcialmente	45,02	54,98	68,14	51,23
	Indiferente	60,1	66,5	77,54	69,3
	Concorda Parcialmente	69,63	45,55	74,54	56,61
	Concorda Totalmente	55	50,63	82,72	68,61
Q17	Discorda Totalmente	73,21	44,64	68,62	59,72
	Discorda Parcialmente	65,3	46,27	70,76	59,62
	Indiferente	60,21	53,06	84,25	73,53
	Concorda Parcialmente	57,82	52,73	80,37	60,35
	Concorda Totalmente	56,29	58,29	75,05	47,33
Q18	Discorda Totalmente	100	.	71	71
	Discorda Parcialmente	59,36	44,7	81,82	58,91
	Indiferente	66,75	66,51	92,36	93,75
	Concorda Parcialmente	68,9	49,76	76,94	64,19
	Concorda Totalmente	49,4	56,22	66,12	48,53

	Discorda Totalmente	50,85	49,15	59,04	54,04
	Discorda Parcialmente	52,9	57,57	71,93	47,84
Q20	Indiferente	73,9	45,68	75,42	77,11
	Concorda Parcialmente	69,21	46,19	81,31	61,41
	Concorda Totalmente	48,25	51,75	82,5	71,25
	Discorda Totalmente	51,89	48,11	53,48	27,88
	Discorda Parcialmente	65,3	46,27	76	62
Q21	Indiferente	61,16	48,55	84,77	68,09
	Concorda Parcialmente	65,49	50,2	72,66	60,37
	Concorda Totalmente	58,07	58,7	80,45	62,81
	Discorda Totalmente	100	.	96	96
	Discorda Parcialmente	.	.	.	.
Q22	Indiferente	52,25	47,76	67,86	68,25
	Concorda Parcialmente	50,61	63,5	72,56	48,26
	Concorda Totalmente	65,1	46,53	77,09	62,65
	Discorda Totalmente	85	45	90,33	90
	Discorda Parcialmente	55,81	50,5	66,25	51,65
Q23	Indiferente	73,37	66,59	69,84	61,87
	Concorda Parcialmente	60,11	51,86	80,6	58,07
	Concorda Totalmente	62,22	37,78	99,11	82,83
	Discorda Totalmente	70,52	29,48	88,37	88,38
	Discorda Parcialmente	54,03	45,97	70,02	53,14
Q24	Indiferente	70,03	53,94	81,73	74,27
	Concorda Parcialmente	54,46	59,2	70,56	47,24
	Concorda Totalmente	88,79	44,84	92,75	81,54
	Discorda Totalmente	.	.	.	.
	Discorda Parcialmente	43	57	100	73
Q25	Indiferente	77,83	66,51	76,99	77,92
	Concorda Parcialmente	59,33	47,45	73,02	61,72
	Concorda Totalmente	62,53	51,52	76,61	56,5
Q26	Discorda Totalmente	99,25	1,5	85,17	85,17
	Discorda Parcialmente	45,19	54,81	72,13	42,45
	Indiferente	55,71	62,01	77,79	57,23

	Concorda Parcialmente	63,39	48,81	78,79	66,02
	Concorda Totalmente	61,37	51,51	67,48	51,13
	Discorda Totalmente	55	45	100	99
	Discorda Parcialmente	42,54	57,46	77,41	77,41
Q27	Indiferente	72,05	39,13	88,06	78,27
	Concorda Parcialmente	56	52,8	71,36	48,24
	Concorda Totalmente	76,71	54,34	77,44	77,16
	Discorda Totalmente	55,56	66,67	52,3	29,2
	Discorda Parcialmente	41,25	58,75	66,43	32,22
Q28	Indiferente	66,75	66,51	92,36	93,75
	Concorda Parcialmente	65,05	40,33	67,31	57,03
	Concorda Totalmente	68,54	55,06	92,82	79,14
	Discorda Totalmente	76,22	38,04	76,45	65,21
	Discorda Parcialmente	60,33	59,5	74,33	58,58
Q30	Indiferente	58,12	55,85	75,57	79,5
	Concorda Parcialmente	59,43	50,71	81,22	59,11
	Concorda Totalmente	51,53	48,47	61,2	45,19
	Discorda Totalmente	69,13	61,74	70,9	55,6
	Discorda Parcialmente	62,18	56,73	60,31	61,47
Q31	Indiferente	80	30	84,81	87,87
	Concorda Parcialmente	56,3	49,95	76,58	52,81
	Concorda Totalmente	59,8	58,07	76,44	59,13
	Discorda Totalmente	98,5	1,5	99,33	99,34
	Discorda Parcialmente	66,67	66,66	63,86	46,53
Q32	Indiferente	77,1	57,26	74,93	77,75
	Concorda Parcialmente	56,25	50	80,06	58,81
	Concorda Totalmente	60,34	52,88	72,59	56,89
	Discorda Totalmente	.	.	.	.
	Discorda Parcialmente	75,99	48,03	48,5	69,5
Q33	Indiferente	58,59	49,7	64,22	52,65
	Concorda Parcialmente	56,5	50,75	80,53	66,44
	Concorda Totalmente	66,02	50,97	79,04	56,67
Q34	Discorda Totalmente	75,99	48,03	70,5	91,5

Discorda Parcialmente	45,63	54,37	55,12	26,04
Indiferente	51,15	48,85	73,53	63,05
Concorda Parcialmente	59,7	47,02	71,93	55,12
Concorda Totalmente	68,56	55,89	84,11	64,39

10 Apêndice D: Coeficiente de Correlação de Spearman entre as Questões da Pesquisa

Tabela 14
Coeficiente de Correlação de Spearman entre as Questões da Pesquisa

	Q13	Q14	Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	Q21	Q22	Q23	Q24	Q25	Q26	Q27	Q28	Q29	Q30	Q31	Q32	Q33	Q34	
Q13	Coef. Correlação	1																					
	p-valor	.																					
Q14	Coef. Correlação	,469(**)	1																				
	p-valor	0,002	.																				
Q15	Coef. Correlação	0,07	,428(**)	1																			
	p-valor	0,668	0,006	.																			
Q16	Coef. Correlação	0,115	,386(*)	0,151	1																		
	p-valor	0,482	0,014	0,352	.																		
Q17	Coef. Correlação	-0,182	-0,094	0,128	0,218	1																	
	p-valor	0,262	0,565	0,431	0,177	.																	
Q18	Coef. Correlação	-0,116	0,188	0,149	,374(*)	0,192	1																
	p-valor	0,476	0,245	0,36	0,017	0,236	.																
Q19	Coef. Correlação	-0,257	0,076	-0,011	,449(**)	,328(*)	,700(**)	1															
	p-valor	0,11	0,641	0,945	0,004	0,039	0	.															
Q20	Coef. Correlação	0,265	,577(**)	0,239	,449(**)	0,252	,457(**)	,389(*)	1														
	p-valor	0,098	0	0,138	0,004	0,117	0,003	0,013	.														
Q21	Coef. Correlação	-0,056	0,081	-0,021	0,034	0,119	0,037	-0,09	0,098	1													
	p-valor	0,734	0,62	0,9	0,834	0,464	0,819	0,581	0,549	.													
Q22	Coef. Correlação	0,031	-0,082	-0,095	0,256	0,136	-0,071	0,008	-0,17	0,054	1												
	p-valor	0,848	0,617	0,558	0,111	0,402	0,664	0,963	0,293	0,739	.												
Q23	Coef. Correlação	-0,013	0,063	-0,049	0,245	0,048	-0,024	0,103	0,147	,315(*)	0,033	1											
	p-valor	0,938	0,698	0,762	0,128	0,769	0,882	0,529	0,366	0,048	0,84	.											

Q24	Coef. Correlação	-0,037	-0,025	-0,038	-0,044	0,171	0,015	0,247	0,243	0,118	-0,197	0,087	1										
	p-valor	0,822	0,878	0,816	0,788	0,29	0,926	0,125	0,13	0,468	0,222	0,595	.										
Q25	Coef. Correlação	-0,162	0,129	0,132	0,136	0,13	,386(*)	0,26	0,275	0,085	0,037	0,201	0,128	1									
	p-valor	0,319	0,426	0,416	0,404	0,424	0,014	0,105	0,086	0,604	0,821	0,214	0,432	.									
Q26	Coef. Correlação	0,102	,405(**)	,361(*)	0,021	0,126	,389(*)	0,236	,338(*)	0,265	-0,105	0,034	-0,044	,507(**)	1								
	p-valor	0,532	0,01	0,022	0,897	0,437	0,013	0,143	0,033	0,098	0,519	0,837	0,786	0,001	.								
Q27	Coef. Correlação	0,073	0,032	-0,124	0,308	-0,174	,326(*)	,380(*)	0,107	,319(*)	-0,07	,423(**)	0,116	0,216	0,251	1							
	p-valor	0,656	0,843	0,445	0,053	0,283	0,04	0,016	0,512	0,045	0,668	0,007	0,476	0,18	0,119	.							
Q28	Coef. Correlação	,461(**)	,432(**)	,397(*)	0,131	0,095	-0,018	-0,122	0,222	0,196	0,164	0,152	0,049	0,024	0,17	0,085	1						
	p-valor	0,003	0,005	0,011	0,421	0,56	0,911	0,454	0,168	0,225	0,313	0,348	0,765	0,882	0,293	0,601	.						
Q29	Coef. Correlação	,369(*)	,320(*)	0,041	-0,2	-0,09	-,359(*)	-0,141	0,002	0,152	0,009	0,105	0,208	-0,045	0,154	0,095	,317(*)	1					
	p-valor	0,019	0,044	0,802	0,215	0,582	0,023	0,385	0,992	0,349	0,958	0,519	0,198	0,783	0,344	0,562	0,047	.					
Q30	Coef. Correlação	0,24	0,146	0,035	-0,103	-0,095	0,063	-0,026	0,03	0,165	-0,098	0,032	-0,165	-0,043	0,113	0,186	0,266	,466(**)	1				
	p-valor	0,135	0,37	0,829	0,526	0,559	0,697	0,872	0,855	0,308	0,549	0,847	0,309	0,792	0,487	0,249	0,097	0,002	.				
Q31	Coef. Correlação	0,16	0,125	0,004	-0,011	0,087	0,158	0,209	0,232	0,009	-0,013	0,059	0,277	0,145	0,117	0,209	0,162	,375(*)	0,276	1			
	p-valor	0,325	0,441	0,981	0,948	0,595	0,329	0,195	0,149	0,954	0,939	0,717	0,084	0,372	0,473	0,196	0,317	0,017	0,085	.			
Q32	Coef. Correlação	0,138	0,248	-0,064	0,09	-0,082	,349(*)	0,303	0,194	0,052	-0,043	0,161	0,071	,397(*)	,400(*)	,360(*)	0,256	0,254	0,232	,443(**)	1		
	p-valor	0,394	0,122	0,693	0,579	0,615	0,027	0,057	0,231	0,748	0,792	0,322	0,665	0,011	0,011	0,022	0,111	0,114	0,15	0,004	.		
Q33	Coef. Correlação	-0,104	-0,102	0,094	0,147	0,221	0,029	0,083	0,031	-0,117	,315(*)	-0,026	0,291	,414(**)	-0,108	-0,093	0,158	-0,019	-0,225	0,3	0,181	1	
	p-valor	0,525	0,532	0,564	0,365	0,17	0,857	0,612	0,851	0,473	0,048	0,874	0,069	0,008	0,507	0,566	0,329	0,908	0,162	0,06	0,265	.	
Q34	Coef. Correlação	0,221	0,248	0,074	0,141	0,124	-0,006	0,185	0,219	-0,056	0,311	0,059	,319(*)	0,216	0,088	0,102	,341(*)	,561(**)	0,199	,329(*)	0,157	,375(*)	1
	p-valor	0,17	0,123	0,652	0,384	0,447	0,973	0,252	0,175	0,729	0,051	0,717	0,045	0,181	0,589	0,533	0,031	0	0,219	0,038	0,333	0,017	.

Significância: ** 1% ; * 5%

11 Apêndice E: Amostra das abstenções nas respostas aos questionários

⇒ Fundo 1:

Prezado Eduardo,

Inicialmente acusamos o recebimento de seu e-mail e agradecemos por destacar a X para participar do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia.

Manifestamos o nosso reconhecimento pelo interesse no estudo acadêmico relacionado ao assunto em questão, o qual vem assumindo significativa importância em nosso segmento.

Entretanto, por razões de ordem interna, encontramos-nos impossibilitados neste momento em participar de sua pesquisa.

Estamos dispostos a contribuir oportunamente com quaisquer outras iniciativas que visem implementar o mercado e a gestão das previdências privadas no país.

Certos de contar com sua compreensão, agradecemos.

Cordialmente,

Y

Diretor Presidente

⇒ Fundo 2:

Bom dia, Eduardo.

Primeiramente, desculpe-nos pela demora no retorno ao seu email.

Analisamos sua pesquisa e verificamos que a X não se enquadra em sua linha dorsal, visto que hoje aplicamos praticamente todos nossos recursos em renda fixa, por meio de FACs - Fundos de Investimentos de Aplicação em Cotas de outros fundos.

Desculpamo-nos novamente e nos colocamos à disposição em uma próxima oportunidade.

Atenciosamente,

Y

⇒ Fundo 3:

Prezado Eduardo,

é com muito prazer que recebemos sua correspondência, entretanto, a resposta fica prejudicada, em razão da X, não estar operando no mercado de Renda Variável (ações) ativamente. A posição que carrega, em razão de particularidades via acordo com o acionista, por ocasião do processo de saneamento do patrocinador, no caso, o Z.

A sua disposição,

Y

Diretor de Investimentos

⇒ Fundo 4:

Caro Eduardo,

Por uma regra mundial do Grupo, o X não participa de pesquisas de mercado.

Atenciosamente,

Assessoria de Imprensa Y

⇒ Fundo 5:

Caro Eduardo

Não temos condições de responder aos questionamentos porque os investimentos da X estão terceirizados, sendo administrados por 5 instituições financeiras (4 para aplicações em Renda Fixa e uma para Renda Variável.)

Esperamos ser úteis em outra oportunidade

A disposição

⇒ Companhia 1:

Prezado Sr.,

Em virtude de outros empenhos e prioridades de trabalho, não temos condição de atendê-lo, nesta oportunidade.

Atenciosamente,

Y

⇒ Companhia 2:

Prezado Eduardo,

Estamos honrados por sua busca pela X no sentido de ajudá-lo ou ser tema de seu trabalho acadêmico. Esclarecemos que o atendimento de solicitações de estudantes para fins de trabalho escolar é feito pela Assessoria de Comunicação Corporativa da X e abrange materiais impressos oficiais publicados, no intuito de atender o público estudantil com as informações mais relevantes e abrangentes sobre a empresa, porém, de domínio público. A companhia recebe dezenas de solicitações diárias para trabalhos escolares e, para tanto, teve de optar por um material padrão, mesmo porque não há condições de atender caso a caso e a empresa se reserva o direito de resguardar informações estratégicas vitais para sua atuação no mercado e no universo empresarial. Portanto, dados a mais sobre a X, no que se refere à sua compleição organizacional, sua hierarquia, suas políticas internas, financeiras, mercadológicas, operacionais e administrativas, suas pesquisas de mercado, de produto e de outras naturezas, suas estratégias comerciais, logísticas e publicitárias, seus processos de produção, fabricação e outros dados semelhantes que se reportam à sua intimidade operacional e regem sua atividade no contexto empresarial e de mercado são considerados estratégicos e ferramentas fundamentais de sua atuação, não estando, portanto, disponíveis.

Muitas fontes de informação, no entanto, podem ser úteis para seu trabalho escolar, já a partir do site da empresa, www.x.com.br <<http://www.x.com.br>>. Como companhia aberta, a X fornece, com assiduidade, informações econômicas completas e de desempenho ao mercado de capitais. Essas informações periódicas são imediatamente disponibilizadas na Internet e você pode desfrutar delas acessando o site www.x.com.br <<http://www.x.com.br>>.

Fornecemos, ainda, para casos específicos de interesse pela história da empresa, o livro X 50 Anos, que relata sua trajetória, de 1944, data de fundação, a 1994. Além disso, também disponibilizamos outras informações de natureza institucional como o perfil atual da empresa, as revistas editadas para o público interno e press releases que são normalmente dirigidos à imprensa. No caso de informações sobre a fabricação, formulação, conservação, manuseio e preparo dos produtos X, a empresa tem, desde 1982, um canal aberto de diálogo direto com o consumidor. É o Serviço de Informação ao Consumidor - SIC X - onde uma equipe de profissionais da área de alimentos fornece, ao vivo, atendimento a consumidores e interessados que procuram a empresa para esclarecimentos sobre produtos. O telefone é XXXX XX XXXX e a ligação é gratuita.

Existem, ainda, como você certamente conhece, os arquivos dos grandes periódicos como Gazeta Mercantil, O Estado de São Paulo, Folha de São Paulo e Valor Econômico que, se pesquisados, podem oferecer inúmeras matérias jornalísticas sobre a empresa, uma vez que a X desenvolve, há anos, uma intensa relação empresa-imprensa, com a geração de elucidativas reportagens sobre ela e suas iniciativas. Associações de classe como A, B, C e outras, de segmentos nos

quais a empresa atua, também são ricas fontes de informação setorial. Se seu interesse está dirigido a temas de natureza técnica e científica no ramo alimentício, ainda fornecemos a seguir uma lista de entidades acadêmicas cujas bibliotecas especializadas estão entre as melhores da América Latina.

Devemos esclarecer, ainda, que por tudo acima descrito e por não haver um estrutura especial para atendimento personalizado de solicitações para trabalhos acadêmicos, a empresa, em sua totalidade, não assina nenhum documento de compromisso para estender seu fornecimento de assistência ou parceria em casos de trabalhos escolares.

Estamos certos de que todas essas fontes informativas à sua disposição, poderão, indubitavelmente, ser de grande valia para seu trabalho. Agradecemos, mais uma vez, seu prestigioso contato, desejando-lhe sucesso em seu empreendimento escolar.

Atenciosamente

X - Relações com Investidores

⇒ Companhia 3:

Prezado Senhor,

Considerando o processo de Reestruturação Societária que a nossa Companhia está passando e a ausência de funcionários, os quais se encontram em férias, não podemos no momento atendê-lo.

Todas as informações sobre a X, até o 3º trimestre de 2005, encontram-se disponibilizadas ao Mercado de Capitais e demais interessados nos sites da CVM (www.cvm.gov.br) e da Bovespa (www.bovespa.com.br).

Atenciosamente

Y

A/RI - X

⇒ Companhia 4:

Prezado Eduardo,

Infelizmente, não poderemos responder ao questionário, visto que nosso tempo está exíguo para atender à sua solicitação.

No entanto, gostaríamos de agradecê-lo pela oportunidade e colocamo-nos à disposição para quaisquer outras informações futuras, caso seja necessário.

Aproveitamos para desejar-lhe sucesso, um ótimo Natal e um 2006 repleto de grandes realizações.

Um abraço,

Y

Departamento de Relações com Investidores

X.

⇒ Companhia 5:

Prezado Sr. Eduardo,

A X agradece o interesse demonstrado em nossa Empresa.

Como Companhia aberta e listada no Novo Mercado da Bovespa, temos a obrigação de manter todas as informações pertinentes atualizadas e facilmente acessíveis não só aos investidores e acionistas, mas a todo público interessado.

Visando atender a grande demanda por informações que o mercado em geral tem mantido na Companhia, mantemos uma área específica em nosso website onde estão disponíveis todos os dados que são de acesso irrestrito ao público.

Por favor, visite nosso website - www.x.com.br e navegue pela seção de relações com investidores, onde estão disponíveis todos os dados para o sucesso de sua pesquisa.

Atenciosamente,

Y.

Investor Relations