

**UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE – UFF
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

GILMAR DALILO CEZAR WANDERLEY

**PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE DE EMPRESAS
JÁ LISTADAS EM BOLSA DE VALORES NO BRASIL**

Rio de Janeiro
2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

GILMAR DALILO CEZAR WANDERLEY

**PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE DE EMPRESAS
JÁ LISTADAS EM BOLSA DE VALORES NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Engenharia de Produção.

ORIENTADOR: PROF. RUDERICO FERRAZ PIMENTEL, PhD

Rio de Janeiro
2007

W245i Wanderley, Gilmar Dalilo Cezar
Pulverização do controle de empresas já listadas em Bolsa de Valores no Brasil. / Gilmar Dalilo Cezar Wanderley. – Rio de Janeiro, 2007.

f.

Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – UFF. Centro Tecnológico. Escola de Engenharia. Pós Graduação em Engenharia de Produção, 2007.

Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais. 3. Pulverização de controle. 4. Relação de troca I. Universidade Federal Fluminense. Programa de Pós Graduação em Engenharia de Produção. II. Título.

GILMAR DALILO CEZAR WANDERLEY

**PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE DE EMPRESAS
JÁ LISTADAS EM BOLSA DE VALORES NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre. Área de Concentração: Finanças e Gestão de Investimento.

Aprovado em agosto de 2007.

BANCA EXAMINADORA:

PROF. DR. RUDERICO FERRAZ PIMENTEL - Orientador
Universidade Federal Fluminense

PROF. DR. ANNIBAL PARRACHO SANT'ANNA
Universidade Federal Fluminense

PROF. DR. ANTONIO FREITAS
Fundação Getúlio Vargas

Niterói

2007

Dedico este trabalho a Deus, aos meus pais, ao meu orientador, a minha namorada e aos meus amigos.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Dalilo Jesus Wanderley e Neusa Cezar de Barros, que me incentivaram durante este trabalho e toda minha vida, servindo como exemplos de caráter, dedicação e amizade.

Ao meu professor e orientador, Prof. Dr. Ruderico Ferraz Pimentel, que sempre me deu força para realizar esse projeto.

A todos os meus colegas de mestrado, assim como a todos professores e funcionários do Departamento de Engenharia de Produção da UFF.

RESUMO

Atualmente, um dos temas mais discutidos no cenário empresarial brasileiro, envolvendo a Governança Corporativa, é o da pulverização do controle de companhias abertas no mercado de capitais. Embora ainda incipiente, o movimento de pulverização do controle de companhias brasileiras teve início em 2005 com a operação da Lojas Renner. Esse movimento apresenta riscos e benefícios e parece ter três explicações principais: o amadurecimento do mercado de capitais no Brasil, alcançando em 2006 a oitava posição mundial em lançamento de ações (29 operações no ano); a descoberta de uma “porta de saída” através do mercado acionário como forma de “desinvestimento”, principalmente para os fundos de *Private Equity* e, por fim, a visão de que pulverização está relacionada com uma boa administração. Este estudo pretende analisar o movimento de pulverização de controle das companhias no mercado brasileiro, enfocando na análise das metodologias de relação de troca de ações entre acionistas controladores e minoritários, já que este item foi o mais debatido nas reorganizações societárias da Embraer, da Perdigão e a causa do insucesso da reestruturação da Telemar.

Palavras-chaves: Governança Corporativa; Mercado de Capitais; Pulverização de Controle; Relação de Troca.

ABSTRACT

Currently, one of the most discussed topics in the Brazilian business scenario involving the Corporate Governance is the dispersion's control of public companies in the capital market. While still incipient, the movement of dispersion's control of Brazilian companies began in 2005 with the operation of Lojas Renner. This movement presents risks and benefits and seems have three main explanations: the maturity of the brazilian capital market, reaching in 2006 the eighth position in the global launch of shares (29 operations in the year), the discovery of an way to sell big block of shares through the stock market, mainly for private equity funds, and finally the vision that dispersion's control is linked to good administration. This study seeks to examine the movement of dispersion's control of the companies in the Brazilian market, focusing on analysis of the methodologies of exchange ratio of shares between controlling shareholders and minority, since this item was the most discussed in corporate reorganizations of Embraer, Perdigão and the cause of the failure of Telemar's restructuring.

Key Words: Corporate Governance; Capital Market; Dispersion's Control; Exchange Ratio

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANATEL – Agência nacional de Telecomunicações

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CEO (Chief Executive Officer) – Designação a pessoa com a mais alta responsabilidade ou autoridade em uma organização ou corporação

CONTAX – Contax Participações S.A.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DCF – Fluxo de caixa descontado

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

DISCLOSURE – Dar a conhecer os riscos, benefícios, desconfortos e implicações econômicas de procedimentos assistenciais ou experimentais, com o objetivo de que as pessoas tomem decisões devidamente esclarecidas, dentro do processo de consentimento informado

EBIT – Lucro antes do pagamento de juros e impostos

EUA – Estados Unidos da América

FCA – Fluxo de Caixa do Acionista

FCL – Fluxo de Caixa Livre ou FCE - Fluxo de Caixa da Empresa

FUNDOS DE PRIVATE EQUITY – Em geral estes fundos investem em empresas de bom potencial de crescimento e qualidade de gestão, sendo que o horizonte de investimento do fundo varia na maior parte das vezes entre três e oito anos, depois do que, em geral, o fundo vende sua participação com lucro. Na maioria das vezes se concentram em empresas de médio porte, ao contrário dos fundos de venture capital que se concentram em empresas iniciantes, em estágio inicial de desenvolvimento, e por isto mesmo têm perfil de risco maior

IAN – Informações Anuais

IASB (International Accounting standards Board) - é a organização internacional sem fins lucrativos que publica e atualiza as Normas internacionais de contabilidade IAS / IFRS em língua inglesa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IBrX – Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado

IBrX 50 – É um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice). O IBrX-50 tem as mesmas características do IBrX – Índice Brasil, que é composto por 100 ações, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado

IFRS (International Financial Reporting Standard) – conjunto de pronunciamentos de contabilidade internacionais publicados e revisados pelo IASB (International Accounting standards Board)

IGC – Índice de Governança Corporativa

ITEL – Índice de Telecomunicações

ITR – Informações Trimestrais

LEI DAS S.A. – Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações

NEUER MARKT – Denominação, em alemão, do mecanismo equivalente ao Novo Mercado da Bovespa

NOVO MERCADO – segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação

NYSE – New York Securities Exchange

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ON – Ações ordinárias

OPA – Oferta Pública de Ações

PA's – Posições de atendimentos

PIB – Produto Interno bruto

PN – Ações preferenciais

POISON PILLS – Mecanismo de defesa contra aquisições hostis

PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

STAKEHOLDERS – Parte interessada ou interveniente, refere-se a todos os envolvidos em um processo, por exemplo, clientes, colaboradores, investidores, fornecedores, comunidade, etc

STOCK OPTIONS – mecanismo jurídico contemplado por um ou mais contratos celebrados entre a empresa e o executivo, tendo por objeto garantir que este último, cumpridas determinadas condições vinculadas ao alcance de determinadas metas ou o transcurso de certo período de tempo, possa adquirir um percentual do capital da empresa a um preço pré-determinado

TAG ALONG – Direito de venda conjunta

TAKE OVER – Compra de uma empresa por parte de outra. Pode ser amigável, no caso da empresa comprada estar em sintonia com a empresa compradora e concluir que da conclusão dessa operação lhe advirão ganhos, ou hostil, no caso da empresa comprada não estar de acordo e preferir manter a sua independência

TMAR – Telemar Norte Leste S.A.

TMAR 5 – ação preferencial da Telemar Norte Leste S.A.

TMARPART – Telemar Participações S.A.

TNL – Tele Norte Leste Participações S.A.

TNLP 4 – ação preferencial da Tele Norte Leste Participações S.A.

US GAAP – Generally Accepted Accounting Principles

WACC ou CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

LISTAS DE TABELAS

Tabelas 1 - Comparação do IGC a outros índices conhecidos no Brasil	51
Tabela 2 - Capitalização de mercado da Bovespa em julho de 2007	56
Tabela 3 - Tabela 3: Exemplo hipotético de relação de troca entre acionistas	66
Tabela 4 - Pesquisa com 17 transações de conversão entre espécies e classes de ações no mercado internacional envolvendo companhias abertas, entre 2000 e 2005 realizada pela Goldman Sachs	70
Tabela 5 - Tabela 5: Número de negócios e volume das ações da Embraer em 2005	71
Tabela 6 - Tabela 6: Pesquisa realizada pelo Rothschild sobre prêmios oferecidos para compra de ações preferenciais em Oferta Pública de Ações	74
Tabela 7: Número de negócios e volume das ações da Perdigão em 2005	77
Tabela 8 - Tabela 8: Composição acionária da Telemar Participações	80
Tabela 9: Composição acionária da Contax Participações	80
Tabela 10: Participação acionária na Contax Participações	80
Tabela 11: Valor econômico da Contax Participações	82
Tabela 12: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Embraer dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%	82

Tabela 13: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Perdigão dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%	83
Tabela 14: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca do caso Telemar, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%	83
Tabela 15: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Embraer dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%	83
Tabela 16: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Perdigão dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%	83
Tabela 17: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca do caso Telemar, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%	83
Tabela 18: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca à mercado, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%	85
Tabela 19: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca à mercado, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%	85

LISTAS DE FIGURAS

Figura 1: Organograma societário da Embraer antes da pulverização do controle.	68
Figura 2: Organograma societário da Embraer depois da pulverização do controle. Fonte: Embraer	68
Figura 3 - Relações de troca utilizadas na proposta de pulverização de controle do grupo Telemar	75
Figura 4: Metodologia de cálculo do valor das ações utilizada na proposta de pulverização de controle do grupo Telemar	75
Figura 5 - Mudança de controle acionário da Contax Participações	79

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 OBJETIVO DO ESTUDO	18
1.2 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO	19
1.3 METODOLOGIA DE PESQUISA 1.3 METODOLOGIA DE PESQUISA	20
2 O CONTROLE NUMA SOCIEDADE ANÔNIMA	24
2.1 O PODER DE CONTROLE NUMA SOCIEDADE ANÔNIMA CONCEITOS E DEFINIÇÕES	24
2.2 ACORDO DE ACIONISTAS	26
2.3 BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE	27
2.4 ESTIMATIVAS DE BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE	28
3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E NOVO MERCADO	32
3.1 DEFINIÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	34
3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	35
3.2.1 O MODELO	35
3.2.2 MINORITÁRIOS	37
3.2.3 PRIVATIZAÇÃO	38
3.2.4 OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	38
3.3 MERCADO DE CAPITAIS	39
3.4 SITUAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO FIM DA DÉCADA DE 1990	40
3.5 A INICIATIVA DA BOVESPA	41
3.6 NOVO MERCADO	44
3.6.1 DEFINIÇÃO DO NOVO MERCADO	45

3.6.2 OBRIGAÇÕES DO NOVO MERCADO	46
3.6.3 OBRIGAÇÕES DO NÍVEL 1 DA BOVESPA	48
3.6.4 OBRIGAÇÕES DO NÍVEL 2 DA BOVESPA	49
3.7 O IGC – ÍNDICE DE AÇÕES COM GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA	50
3.8 LEI DAS S.A.	52
3.9 A SITUAÇÃO ATUAL DO NOVO MERCADO	55
4 PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE	57
4.1 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	57
4.2 CAPITAL CONCENTRADO X CAPITAL DISPERSO E RISCOS DO CAPITAL PULVERIZADO	60
4.3 PULVERIZAÇÃO NO BRASIL	63
4.4 PULVERIZAÇÃO DE EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA COM MIGRAÇÃO PARA O NOVO MERCADO	64
5 ANÁLISES DOS CASOS DE PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE DE EMPRESAS JÁ LISTADAS NA BOVESPA	67
5.1 EMBRAER	67
5.2 GRUPO TELEMAR	72
5.3 PERDIGÃO	76
6 ESTUDO DO CASO CONTAX	78
6.1 HISTÓRICO DA CONTAX PARTICIPAÇÕES	78
6.2 AVALIAÇÃO DA CONTAX E APLICAÇÕES DE METODOLOGIAS DE RELAÇÃO DE TROCA	81
7 CONCLUSÃO.....	87
REFERÊNCIAS.....	89
ANEXO 1.....	92

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro está passando por um momento singular com recordes de lançamentos de ações, bem diferente ao encontrado no final da década passada e que perdurou até próximo ao ano de 2003 e um dos pilares para esse crescimento foi à criação do Novo Mercado¹ da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, que será debatido no capítulo 3 desse estudo.

O total de investimentos estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM e no Banco Central no mercado atingiu em dezembro de 2006, US\$ 101,6 bilhões (R\$ 217,2 bilhões). Foi a primeira vez no país em que foi quebrada a barreira dos US\$ 100 bilhões. Desse total, 80% são investimentos em ações. Em 2006, a CVM registrou R\$ 125 bilhões em emissões de títulos, o maior volume da história e em dois anos, o mercado mais do que dobrou. Em 2003, o ativo total das empresas brasileiras na Bovespa correspondia a 30% do PIB, o mesmo que em 1995. Com um crescimento anual na faixa de 30% nos últimos dois anos, hoje responde por 70% do PIB.²

Nesse contexto, embora de forma pioneira, algumas empresas tem lançado suas ações no mercado com seu controle acionário difuso e algumas outras já listadas e transacionadas em bolsa de valores, têm pulverizado seu controle, ao mesmo em que transformaram suas ações preferenciais em ordinária estendendo o direito de voto a todos os acionistas.

Nesse último caso, tiveram lugar na história recente brasileira três propostas desse tipo de operação, duas com sucesso: a da Empresa Brasileira de

¹ Novo Mercado – segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

² Mercado Aberto - Dinheiro estrangeiro supera US\$ 100 bi em títulos e ações. Folha de São Paulo, 21/01/2007.

Aeronáutica S.A. - Embraer³ e da Perdigão S.A. - Perdigão⁴, e uma sem êxito, a do Grupo Telemar - Telemar, atualmente denominado Grupo Oi⁵.

1.1 OBJETIVO DO ESTUDO

Apesar de ainda incipiente o assunto de pulverização de controle está sendo bastante debatido pelos participantes do mercado de capitais brasileiros e a relação de troca entre ações ordinárias e preferenciais, é um dos temas cruciais e mais analisados nos processos, tendo sido, o objeto da rejeição dos acionistas da Telemar, desse modo provocando o insucesso da operação.⁶

Diante dessa conjuntura temos o seguinte problema:

“Como a relação de troca entre as ações nas operações de pulverização de controle acionário afeta os diversos acionistas da companhia?”

O grupo controlador da Oi tem outra companhia na qual ele também exerce o poder de controle, a Contax Participações S.A. - Contax⁷, que surgiu de uma cisão da própria Telemar numa operação que será descrita no capítulo 6.

³ A Embraer é uma das maiores empresas aeroespaciais do mundo, com mais de 37 anos de experiência em projeto, fabricação, comercialização e pós-venda. A Empresa já produziu cerca de 4.100 aviões, que hoje operam em 69 países, nos cinco continentes.

A Embraer foi a maior exportadora brasileira entre os anos de 1999 e 2001, e foi a segunda maior empresa exportadora nos anos de 2002, 2003 e 2004. Atualmente sua força de trabalho totaliza mais de 23.637 empregados, 88,6% baseados no Brasil e contribui para a geração de mais de 5.000 empregos indiretos.

⁴ A Perdigão é hoje uma das maiores empresas do mercado de alimentos da América Latina e uma das líderes na produção de alimentos e processamento de aves e suínos no Brasil.

⁵ A Oi é a maior companhia de telecomunicações do Brasil em faturamento e em número de telefones instalados. A companhia oferece transmissão de voz local e em longa distância, telefonia móvel, comunicação de dados, internet e entretenimento.

⁶ Ata da Assembléia Geral Extraordinária da Tele Norte Leste Participações, 15/12/2006.

⁷ A Contax é uma das maiores empresas de *contact center* terceirizado do Brasil, é especializada na elaboração, implementação e operação de *contact centers* complexos, com o objetivo de ajudar seus

Dessa forma, este estudo pretende aplicar as metodologias de relação de troca entre as ações dos investidores utilizadas nos casos da Embraer, Perdigão e Telemar, no caso da Contax e por fim, compará-las com uma forma de cálculo citada no Parecer número 34 da Comissão de Valores Mobiliários, demonstrando os impactos para cada os grupos de acionistas segregados entre investidores preferencialistas, ordinaristas que suas ações não façam parte do bloco controlador e ordinaristas que suas ações façam parte do controle.

Sendo assim, demonstrando que a forma de estabelecimento descrita no parecer da CVM possa ser utilizada em operações de pulverização.

1.2 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

O trabalho está organizado em 6 capítulos, além desta introdução. O capítulo 2 discorre sobre o controle numa sociedade anônima, expondo o conceito de benefício privado de controle, a luz de autores da literatura de finanças e administração, além de discorrer sobre uma ferramenta utilizada no exercício do controle, o acordo de acionistas. Ao final do capítulo são demonstrados estudos que realizaram estimativas sobre benefícios privados de controle.

O capítulo 3 descreve o conceito de Governança Corporativa, o cenário atual do mercado de capitais brasileiro e a criação do Novo Mercado, demonstrando o porquê de seu surgimento, o sucesso atual e as características de cada segmento diferenciado de listagem da Bovespa. Adicionalmente, relata a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, consubstanciada na edição da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil.

Já o capítulo 4, entra no cerne da discussão sobre a diferenciação entre capital concentrado e capital disperso e introduz como está o movimento de pulverização de controle no Brasil.

O capítulo 5 analisa as três operações propostas ocorridas no Brasil de companhias já listadas em bolsa de valores que visavam pulverizar seu controle, duas com sucesso: Embraer e Perdigão, e uma sem êxito: Grupo Telemar, como já citado anteriormente.

No 6º capítulo são aplicadas as metodologias ao caso Contax e é apresentado a alternativa de cálculo citada no Parecer número 34 da CVM, demonstrando o impacto causado aos grupos de acionistas citados anteriormente nessa introdução e o capítulo 7, são as conclusões do estudo.

1.3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Primeiramente, é realizada uma análise descritiva sobre controle numa sociedade anônima, governança corporativa, o cenário atual do mercado de capitais de brasileiro e a importância da criação do Novo Mercado. Essa descrição demonstra que esses três últimos elementos formaram o arcabouço para que acionistas controladores de companhia iniciassem o movimento de lançarem suas ações em bolsa, e alguns casos, com o controle das companhias pulverizado, sendo esse último assunto objeto desse estudo.

Numa segunda análise, são aplicadas as metodologias de relação de troca das ações nos casos de pulverização de controle das companhias: Embraer, Perdigão e Telemar e a citada no parecer número 24 da CVM, no caso Contax.

As metodologias utilizadas nas operações de Embraer e Telemar tiveram a necessidade da avaliação do valor das companhias pelo método de fluxo de caixa descontado, sendo assim, foi necessário à avaliação da Contax pelo mesmo método. Essa forma de avaliação também será utilizada como mensuração do valor da companhia nos exercícios realizados para os outros casos objetos desse estudo para se ter uma mesma base de comparação. A seguir, será descrito o modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado.

Segundo Damodaran (1997)⁸, a avaliação por fluxo de caixa descontado, tem sua fundamentação na regra de valor presente, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperado.

Os fluxos de caixa variam de ativo para ativo – dividendos de ações, cupons (juros), e valor nominal de bônus e fluxos de caixa pós-impostos para um projeto real. A taxa de desconto é uma função de grau de risco inerente aos fluxos de caixa estimados, com taxas maiores para os ativos mais arriscados e taxas mais baixas para projetos mais seguros e deverá corresponder ao custo de capital ao ativo em exame.

Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além de participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.). Embora ambas as abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho.

O valor do patrimônio líquido é obtido descontando-se os fluxos de caixa do acionista esperados, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a dedução de todas as despesas, bônus fiscais, e pagamentos de juros e principal, ao custo do

⁸ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

patrimônio líquido, isto é, a taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa.

O modelo de desconto de dividendos é um caso especializado de avaliação de patrimônio líquido, e o valor das ações é o valor presente dos dividendos futuros esperados.

O valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas, pelo custo médio ponderado de capital - CMPC, que é o custo dos diversos componentes de financiamento utilizados pela empresa, com pesos em conformidade com suas proporções de valor de mercado. Esse caminho foi o utilizado nas avaliações de Embraer e Telemar e será o realizado para fins desse estudo.

Embora as duas abordagens utilizem definições diferentes de fluxo de caixa e taxas de desconto produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas. O erro-chave a ser evitado é combinar fluxos de caixa e taxas de desconto, uma vez que descontar fluxos de caixa para o patrimônio líquido a valor presente pelo CMPC levará um desvio crescente no valor da empresa, ao passo que descontar os fluxos de caixa para a empresa a valor presente pelo custo do patrimônio líquido produzirá um desvio decrescente no valor da empresa.

O Custo Médio Ponderado de Capital é obtido pelo custo de cada fonte de capital ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento da empresa.

Para cálculo do custo do capital próprio o modelo CAPM (Capital Asset Price Model) foi o utilizado. De acordo com Damodaran, o CAPM mede o risco em termos de variância não-diversificável e relaciona os retornos esperados a essa medida de risco. O risco não-diversificável para qualquer ativo é medido pelo seu

beta, que pode ser utilizado para gerar um retorno esperado e o custo do capital de terceiros é estimado pelo custo da dívida da companhia.

O CMPC tem a seguinte fórmula:

$$\text{CMPC} = K_e[E / (E + D + \text{PS})] + K_d[D / (E + D + \text{PS})]$$

Onde:

K_e = custo do patrimônio líquido;

K_d = custo das dívidas após impostos;

$E / (E + D + \text{PS})$ = proporção, em valor de mercado, do patrimônio líquido em relação ao valor do mix de financiamento;

$D / (E + D + \text{PS})$ = proporção, em valor de mercado, da dívida em relação ao valor do mix de financiamento

As metodologias de relação de troca de ações das companhias: Embraer, Perdigão e Telemar serão detalhados no capítulo 5 desse estudo.

2 O CONTROLE NUMA SOCIEDADE ANÔNIMA

2.1 O PODER DE CONTROLE NUMA SOCIEDADE ANÔNIMA

O controle, no contexto da sociedade empresarial, é a capacidade de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia. É o poder político na sociedade, no sentido de poder supremo da sua estrutura interna, que compreende a capacidade de alocar e distribuir poder nessa estrutura.

No modelo legal de organização de uma sociedade anônima, esse poder compete à Assembléia Geral e, como esse órgão delibera por maioria de votos, dentro da Assembléia é exercido pelo conjunto de acionistas que formam a maioria.

Essa maioria pode ser um agregado de pessoas que somente existe e é identificável enquanto a Assembléia Geral está reunida, e cujos membros variam em função da polarização dos acionistas ao exercerem o direito de voto a favor ou contra cada proposta submetida à aprovação do órgão. Nesse caso, a maioria dos acionistas somente exerce o poder político durante as reuniões da Assembléia Geral: quando o órgão não está funcionando, o poder decisivo dentro do limite estatutário e delimitado por decisão assemblear, na companhia cabe ao Conselho de Administração, cuja continuidade nos cargos depende de uma maioria – a se formar na próxima reunião da Assembléia Geral – constituída de acionistas não identificáveis *a priori*.

A experiência mostra que esse modelo de organização – embora exista – não corresponde ao maior número das companhias concretas, nas quais um acionista (ou grupo de acionistas ligados por relações diferentes das de sócios na mesma companhia) é titular de direitos de voto que lhe asseguram, de modo permanente, a formação da maioria nas deliberações da Assembléia Geral: os votos na Assembléia são conferidos pelas ações, e como um acionista pode ser

proprietário de várias ações (e diversos acionistas podem se obrigar a exercer no mesmo sentido, os votos de que são titulares), é possível formar blocos de ações que assegure a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores.

A formação do bloco de controle modifica de fato a estrutura de poder na companhia: o poder político, que cabia aos acionistas durante as reuniões da Assembléia Geral, passa a ser exercido – de modo permanente – pelo acionista controlador; e os administradores ficam subordinados a esse acionista, que pode exercer – de fato – a função de dirigente, ainda que não ocupe cargo dos órgãos da administração, e pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembléia Geral porque tem a segurança de que serão formalmente ratificadas por este órgão social.

A existência do bloco de controle tem por efeito, por conseguinte, acrescentar a estrutura formal da companhia, definida no estatuto social, o papel de acionista controlador, cujo ocupante detém o poder político na sociedade.

Esse fenômeno do controle da companhia através da concentração da propriedade das ações dá origem à diferenciação – observada nas companhias e nos mercados de ações – de duas classes de acionistas: o acionista empresário detentor do poder de controle (ou membro do grupo controlador), que exerce a função empresarial, e o acionista aplicador de capital de risco. Essa diferenciação, que pode ser apenas de fato, tende a se formalizar mediante criação de espécies distintas de ações, com e sem direito de voto.

2.2 ACORDO DE ACIONISTAS

O Acordo de Acionistas, segundo Andrade e Rossetti⁹, é um instrumento bastante utilizado para o alinhamento dos proprietários no exercício de seus direitos em relação à companhia e na salvaguarda de interesses comuns. Esses acordos envolvem consentimentos convergentes, reciprocidades, maior segurança e determinação em decisões de alto impacto, estabelecimento de mecanismos internos destinados à superação de desacordos pontuais, instituição de um sistema permanente de mediação e de harmonização de interesses e de ponto de vista sobre questões estratégicas de companhia.

Ao reconhecimento legal desses acordos pela Lei Federal 6.404 de 1976 para duas finalidades específicas: a compra e venda ou a preferência para a aquisição de ações de titularidade dos acordantes e o exercício conjunto do direito de voto – a reforma de 2001 acrescentou a referência explícita a um terceiro objetivo, o poder de controle.

Dos vários aspectos regulatórios que cercam esses acordos, pode-se destacar quatro mais diretamente vinculados às práticas de governança corporativa:

- i. Os acionistas acordados deverão indicar seu representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações e para apresentar pontos de vista compartilhados levados para deliberação da alta direção.
- ii. A companhia poderá solicitar esclarecimentos sobre as cláusulas do acordo.

⁹ ANDRADE, A.; ROSSETTI José Paschoal. *Governança corporativa fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2006. p.430-431

- iii. As ações averbadas em decorrência dos acordos não poderão ser negociadas em bolsa, adicionando-se, assim, aos acordos de voto, os acordos de bloqueio, resultantes de direitos de preferência internamente estabelecidos.
- iv. Reconhece-se a legitimidade legal dos acordos de controle, a partir da construção de uma maioria de votos para deliberações da Assembléia Geral e para o conseqüente poder de eleger a maioria dos conselheiros ou gestores da companhia.

2.3 BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

A percepção de que parte do valor máximo de uma empresa não é dividida igualmente entre todos os acionistas, ou seja, nem todos os investidores de uma mesma empresa recebem payoff proporcional aos direitos de fluxo de caixa conferidos pelas ações por eles detidas. A esse valor, que seria apropriado pelos acionistas controladores da empresa, é dado o nome de benefício privado de controle.¹⁰

Para Bebchuk¹¹, benefícios privados de controle são as vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia em detrimento dos outros acionistas. Os benefícios privados do controle serão superiores quando a proteção aos acionistas minoritários for mais fraca. Benefícios privados podem ser pecuniários, englobando, por exemplo, a possibilidade dos controladores realizarem negócios entre si mesmos e a empresa (self dealing) ou a possibilidade da realização de ganhos nos mercados a partir da detenção de informação privilegiada

¹⁰ CRUZ, Felipe C. *Benefícios privados de controle, ambiente legal e desenvolvimento do mercado de capitais: um estudo do caso brasileiro*. 13/08/2003

(*insider trading*). Eles podem, outrossim, ser não pecuniários, como quando o controlador maximiza sua utilidade a partir do controle que exerce na tomada de decisões da companhia. Por exemplo, o controle pode criar retornos não monetários para o controlador que tenha fundado a companhia; quando o controle da sociedade esteve sempre nas mãos da família do controlador; ou, quando o controlador se beneficia de prestígio por estar em tal posição.

Segundo Gorga¹², exemplos de situações nas quais os acionistas controladores podem oprimir os acionistas minoritários, expropriando o valor de seu investimento, não faltam. Assim, existe potencial para que o controlador extraia benefícios para si em prejuízo dos outros acionistas da companhia em casos de aumento de capital, (falta de) distribuição de dividendos ou retenção de lucros, fusões, resgate acionário, negócios com conflitos de interesses como celebração de contrato entre a sociedade e o controlador, uso de informação privilegiada em detrimento dos demais acionistas, remuneração exagerada, práticas de nepotismo e uso de infra-estrutura da sociedade para negócios particulares, entre outros. Os controladores podem realizar, além disso, investimentos pouco ou nada lucrativos, dos quais extraem benefícios pessoais não pecuniários, mas que obviamente resultam em perdas pecuniárias para os acionistas.

2.4 ESTIMATIVAS DE BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

Estudo realizado por Dyck e Zingales (2002)¹³, baseado na metodologia desenvolvida pioneiramente por Barclay e Holderness (1989)¹⁴, utiliza como base

¹¹ BEBCHUK, Lucian A. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau economic research Working Paper nº 7, v.203, 1999.

¹² GORGA, Érica. Análise da eficiência de normas societárias: emissão de ações preferenciais, tag along e composição do conselho fiscal. 30/01/2007.

¹³ DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance*, 2002.

para a estimação operações de compra e venda de controle e admite que o benefício privado de controle é definido como a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o preço de mercado da empresa dois dias após o anúncio da operação.

Uma metodologia alternativa desenvolvida por Nenova (2003)¹⁵ se baseia na diferença de preços das ações preferenciais e ordinárias cotadas na bolsa, levando-se em consideração o valor atribuído aos votos do bloco de controle, estimado numa amostra de empresas com duas classes de ações e ajustado para a probabilidade dos votos serem demandados durante uma mudança de controle, pelos custos de se manter o bloco, por diferenças no pagamento de dividendos e por diferenças de liquidez. Tal medida seria uma aproximação para os benefícios privados de controle e sua lógica está na intuição de que o acionista controlador está disposto a pagar um prêmio para o detentor de uma ação com direito de voto num evento de troca de controle no montante do valor esperado de controle.

A metodologia de Dyck e Zingales aplicada a uma amostra de 39 países com 412 operações de venda de controle entre 1999 e 2000 aponta para prêmios de controle variando entre -4% e 65%, com média positiva de 14%. O Brasil possui a maior média, com 65% de prêmio de controle sobre o valor de mercado das ações. A menor média é a do Japão, com -4%, sendo que países como Estados Unidos e Inglaterra aparecem com 2%. Além disso, ele mostra que o prêmio de controle em países com mercados financeiros menos desenvolvidos e com menos proteção aos acionistas minoritários é maior em relação aos mais desenvolvidos.

A metodologia de Nenova aplicada a uma amostra de 661 empresas com ações de duas classes em 1997, abrangendo 18 países, mostra que o valor atribuído aos votos do bloco de controle é significativo em magnitude e varia bastante entre os países, representando mais de um quarto, 25% do valor de

¹⁴ BARCLAY, M., HOLDERNESS, Clifford. Private benefits of control of public corporations, *Journal of Financial Economics*. 1989. p. 371-395.

¹⁵ NENOVA, Tatiana. The Value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68. 2003. p. 325-351.

mercado das empresas em países como Brasil, Chile, França, Itália, México e Coréia do Sul.

Dyck e Zingales mostram que quando comparados com as estimativas de Nenova os resultados para países como Estados Unidos, Suíça e Alemanha são idênticos, sendo a correlação entre as medidas de 59%. Entretanto, algumas estimativas divergem bastante, como as encontradas para Austrália e Brasil. Enquanto as estimativas de Dyck e Zingales apontam para 2% e 65%, as de Nenova apontam para 23% e 23%. Dyck e Zingales argumentam que 76% da diferença dos resultados entre os estudos são explicadas pelo viés presente no estudo de Nenova que advém do fato de que as empresas tendem a emitir ações de duas classes quando os benefícios privados de controle são grandes. Enquanto o Brasil tinha 59% das empresas com duas classes de ações, separando direitos de propriedade e controle, a Austrália só tinha uma empresa.

Um outro estudo é o de Mikkelson e Regassa¹⁶, que analisando 154 operações no mercado americano envolvendo a transferência de controle, concluem que o prêmio médio pago é de 9% para compradores alheios à empresa e 13% para compras realizadas pelo próprio gestor.

O trabalho realizado por Araújo Filho (2004)¹⁷, que numa amostra com 51 operações encontrou o prêmio médio de 302,61%, com mediana de 247,96%, máximo de 1076,93% e mínimo de -31%¹⁸.

¹⁶ MIKKELSON, Wayne; REGASSA, Hailu. *Premiums paid in block transactions: managerial and decisions economics*

¹⁷ ARAÚJO FILHO, Luiz F. *A estrutura de propriedade, os benefícios privados e o prêmio de controle no Brasil.*

¹⁸ A lei 6.404/76 descreve que no caso de alienação de controle:

Art. 254. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 05.05.1997).

Art. 254-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.

§ 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

Diante do exposto, pode se constatar que existem diversas formas para mensuração do prêmio de controle e que há uma variação grande na estimativa de benefícios privados e diversas metodologias para seu cálculo. Além disso, conclui-se que quanto menos desenvolvido e com leis menos rígidas for o país o prêmio pago ao controlador será maior. ¹⁹

outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

¹⁹ No item 3.2 desse estudo identifica-se, todavia a ocorrência na última década de um aprimoramento do mercado brasileiro, baseado na implementação das melhores práticas de governança corporativa por um número crescente de empresas.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E NOVO MERCADO

O movimento na melhoria por governança corporativa teve início nos Estados Unidos da América - EUA, o maior mercado de capitais do mundo.²⁰ No início dos anos 80, o mercado americano se caracterizava por ter acionistas que não detinham sozinhos uma parcela expressiva da empresa. A administração da empresa ficava a cargo dos CEO's, que em muitas situações, também era o presidente do conselho de administração. Era uma atitude passiva dos acionistas, pois, não acompanhavam de perto as decisões tomadas pela diretoria da empresa.

Pode-se afirmar que, no centro da discussão sobre governança corporativa, está um problema antigo e conhecido de economistas e administradores: o conflito de agência.

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A teoria da agência, estudada por Jensen e Meckling (1976)²¹, entre outros, e cujos fundamentos têm origem no trabalho pioneiro de Berle e Means, tenta explicar os relacionamentos entre essas duas partes, nos quais parcela das

²⁰ BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. de B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 24.

²¹ JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, oct. 1976.

riquezas de uma das partes (o “principal”) depende das ações tomadas pela outra parte (o “agente”).

Podem-se destacar três conflitos de agência de especial interesse para o estudo da governança corporativa: aqueles entre os investidores (acionistas) e os gestores; conflitos entre os próprios investidores (como aqueles entre acionistas controladores e não-controladores); e aqueles entre os acionistas e outras partes envolvidas, como credores e funcionários. Em todos eles, o problema chave é evitar que o agente atue a favor de seus próprios interesses e contrariando os interesses do principal, uma vez que possui autonomia e informações relevantes que o principal pode não possuir. Para monitorar a performance da atuação dos agentes e a preservação de seus interesses, os principais incorrem nos custos de agência.

Em resumo, existem diversas formas e oportunidades de os agentes expropriarem valor dos principais dentro dos três relacionamentos corporativos descritos acima. As boas práticas de governança corporativa buscam mitigar ou eliminar estas possibilidades de expropriação ou reduzir os custos de agência, criando vantagens para todas as partes e, por conseqüência, buscam aumentar o valor da firma, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua continuidade.

No entanto, Borges e Serrão (2005) ressaltam que as peculiaridades de cada mercado local devem ser observadas e que a adoção global aos códigos de melhores práticas defendida por instituições como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional - FMI devem ser vista com cuidado, pois a eficiência dos modelos está associada à compatibilidade com as particularidades de cada país.

3.1 DEFINIÇÕES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC ²², governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

Já para Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE²³, governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.

O Banco Mundial (1992) define que governança é a maneira como o poder é exercido da administração dos recursos (econômicos e sociais) tendo em vista o desenvolvimento.

Para Lodi²⁴, governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre, acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo conselho de administração.

²² O IBGC é considerado nacional e internacionalmente como um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de Governança Corporativa no Brasil

²³ A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, ou OECD em inglês) é uma organização internacional dos países desenvolvidos e industrializados com os princípios da democracia representativa e da economia de livre mercado. A sede da organização fica em Paris, na França.

Lameira²⁵ define governança corporativa como conjunto de regras, procedimentos, atitudes e instituições que condicionam a ação dos administradores no sentido de atender aos interesses dos financiadores e partes interessadas na empresa (stakeholders), particularmente os acionistas.

Para Witherell (1999)²⁶, a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Sua estrutura especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, tais como Conselho da Administração, Diretoria, proprietários e outros stakeholders.

Dessa forma, a governança está ligada aos mecanismos que governam o processo decisório dentro de uma empresa. A governança corporativa gera valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança ocorre também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

3.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

3.2.1 O MODELO

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores

²⁴ João Bosco Lodi. Consultor de empresas e vice-presidente do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

LODI, João B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus.

²⁵ LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, 80 p.

²⁶ WITHERELL, W. *The OECD and corporate governance*. Financial Reporting, 1999.

institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Há vários fatores de pressão a favor dessas mudanças:

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

Esse novo contexto foi detectado pela pesquisa “Panorama da Governança Corporativa no Brasil”, conduzida em 2001 em parceria pela McKinsey & Co. e Korn Ferry International, onde são enfocadas características da estrutura de propriedade e liderança das empresas nacionais e a organização e as práticas dos conselhos de administração. A pesquisa nos dá conta de que as empresas nacionais, premidas por necessidades de financiamento e pelos desafios impostos pela competição em nível global, estão reformulando suas práticas de governança corporativa.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas no país destacam-se: a reforma na Lei das S.A., a

criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES, as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

A seguir, uma síntese de assuntos tratados no estudo realizado pela Standard & Poor's²⁷ em março de 2004, sobre governança no Brasil.²⁸

3.2.2 MINORITÁRIOS

Assegurar mais respeito aos direitos dos acionistas minoritários tem sido uma das principais preocupações do movimento de governança corporativa ao redor do mundo. No Brasil, após um histórico de sucessivos escândalos em que controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários, cujos interesses raramente eram levados em conta, alguns passos importantes têm sido dados em busca de maior equilíbrio entre ambos os lados. Destaca-se, sobretudo, a nova Lei de Sociedades por Ações, que teve este como um de seus critérios inspiradores (encontre abaixo as principais inovações da Lei).

Governança corporativa, todavia, não se confunde nem se limita à proteção do acionista minoritário. Embora, como vimos, trate-se de um assunto importante, a boa governança não pode prestar-se a esse tipo de polarizações, pois deve servir à empresa como um todo, aí considerados todos os envolvidos pelas suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

²⁷ A Standard & Poor's é uma companhia provedora de ratings, índices, avaliação de risco, pesquisas de investimento, dados e avaliações.

²⁸ Country Governance Study. Standard & Poor's, março de 2004, disponível em: <http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Brazil_1Mar04.pdf>

3.2.3 PRIVATIZAÇÃO

Ao transferir a propriedade estatal para grupos privados, os processos de privatização forjaram uma nova realidade societária, ensejando experiências de controle compartilhado no Brasil, como, por exemplo, na área energética, de infraestrutura, dentre outras, onde se encontram regimes de parceria com grupos nacionais, multinacionais e fundos de pensão. Nessa nova forma de controle, formalizada principalmente através de acordo de acionistas, os investidores integrantes do bloco de controle têm que distribuir entre si o comando da empresa, estabelecendo contratualmente regras para reger o cotidiano empresarial, como as afeitas à escolha e indicação de profissionais de sua confiança para integrar o Conselho de Administração, as relativas aos procedimentos das denominadas “reuniões prévias”, entre outras.

3.2.4 OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os investidores institucionais - seguradoras, fundos de pensão e fundos mútuos de investimentos - são agentes essenciais para o processo de formação da poupança de longo prazo destinada ao desenvolvimento econômico e social do país. Detentores de grandes volumes de capital e guardiões das aposentadorias futuras de milhares de trabalhadores, os investidores institucionais pretendem retornos a serem obtidos através de prazos mais longos.

Adicione-se a isso, no Brasil, ter sido a participação dos fundos de pensão um fator de fundamental importância no processo de privatização, muitas vezes responsável pela própria viabilidade financeira dos consórcios formados e por dar maior concorrência aos leilões.

Mundialmente, essa categoria de investidores vem abandonando sua postura inicial, mais passiva, em favor de uma atuação ativa, marcada pelo comparecimento a assembleias gerais, exercício dos direitos de voto das ações de que são titulares e fiscalização próxima da gestão das companhias em que aplicam seus recursos. Essa mudança reflete a adoção de uma nova filosofia, identificada com as boas regras de governança corporativa.

Os administradores desses fundos possuem deveres fiduciários para com seus constituintes e sua conduta está também, por sua vez, sob crescente escrutínio por parte dos mesmos e também dos órgãos reguladores.

3.3 MERCADO DE CAPITAIS

Segundo a Bovespa conforme definição no seu site (2006), mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabiliza o processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Os principais títulos negociados (títulos mobiliários) representam o capital social das empresas, tangibilizado em suas ações ou ainda empréstimos tomados pelas empresas, no mercado, representado por debêntures que são conversíveis em ações, bônus de subscrição e outros papéis comerciais. Esta constituição permite a circulação de capital e custeia o desenvolvimento econômico.

No mercado de capitais ainda podem ser negociados os direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e outros derivativos autorizados à negociação.

Seu objetivo é canalizar as poupanças (recursos financeiros) da sociedade para o comércio, a indústria, outras atividades econômicas e para o próprio governo. Distingue-se do mercado monetário que movimenta recursos em curto prazo, embora tenham muitas instituições em comum. Nos países capitalistas mais desenvolvidos os mercados de capitais são mais fortes e dinâmicos. A fraqueza desse mercado nos países em desenvolvimento dificulta a formação de poupança, sendo um sério obstáculo ao desenvolvimento, obrigando esses países a recorrerem ao mercado de capitais internacionais.

3.4 SITUAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO FIM DA DÉCADA DE 1990

O mercado brasileiro de capitais, ainda que sempre tivesse sido menos desenvolvido e representativo que a própria economia do país, estava em decadência no final dos anos 90. O número de companhias abertas que estavam optando pelo fechamento de capital cresciam desde o início da década, as ofertas iniciais de ações eram escassas e, para que fossem bem sucedidas, deviam obrigatoriamente vir acompanhadas de uma listagem nos Estados Unidos. Os investidores estrangeiros davam sinais claros de que não pretendiam realizar novos investimentos na bolsa brasileira, e esta, por sua vez, via crescer a ameaça de perda de liquidez para a norte-americana, enquanto os mais apocalípticos já perguntavam que iria “apagar as luzes”.²⁹

A capitalização de mercado das empresas negociadas em bolsa vinha evoluindo desde o início da década de 90, mas nunca superado a marca dos 35%

²⁹ HESSEL, Camila. Crônica de uma escalada. *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

sobre o PIB do país. No ano de 1999, as emissões primárias de ações não somavam mais do que US\$ 1,5 bilhão.³⁰

O volume negociado na Bovespa havia decrescido de 46,76% entre julho de 1997 e o final do ano 2000. Também os preços das ações negociadas sofriam desvalorização acentuada: 34,32% no mesmo período.³¹

A liquidez do mercado brasileiro já havia sido exportada para as bolsas norte-americanas, tanto que em 2000, o volume negociado naquele mercado por apenas 28 das 495 das companhias listadas na Bovespa já equivalia a um terço de todo o volume negociado na bolsa brasileira.³²

Estimulados pelo baixo nível de preços praticados no mercado secundário, muitos controladores optaram por retirar as companhias no mercado de ações, fechando seu capital. Entre eles, merecem destaque, os controladores estrangeiros, que havia adquiridos o controle de empresas nos processos de privatização, pagando grandes prêmios na compra desses blocos de ações. A lógica econômica de curto prazo certamente determinava que esse era o movimento mais vantajoso a ser feito, já que a regulamentação em vigor permitia a realização da oferta pública de aquisição de ações (OPA) por preços inferiores ao valor econômico da empresa.

3.5 A INICIATIVA DA BOVESPA

Diante deste cenário, a Bovespa buscou alternativas que permitissem alterar sua trajetória. E, a partir de um trabalho encomendado por profissionais, tais

³⁰ SANTANA, Maria H., Sem excesso de otimismo, é possível afirmar que o Novo Mercado superou largamente qualquer previsão, seja quanto à velocidade ou à intensidade de sua consolidação, *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

³¹ *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

³² *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

como, José Roberto Mendonça de Barros³³, Luiz Leonardo Cantidiano³⁴, entre outros, o diagnóstico ficou claro: além das limitações estruturais ou macroeconômicas, o Brasil padecia de uma regulamentação inadequada para seu mercado de capitais, que não oferecia garantias e direitos suficientes aos investidores em ações.

Um dos principais problemas consistia da predominância, entre ações em circulação no mercado, da classe de ações sem direito a voto³⁵, denominado preferenciais.³⁶ Em diversos casos, havia também piramidais³⁷, que permitiam o exercício do controle com a propriedade de parcelas ainda mais reduzida acionário. Em casos de mudança do controle, a Lei das S.A. não outorgava aos minoritários de uma oferta de compra de suas ações que lhes permitisse acompanhar o controlador na operação. Por isso, eram comuns as transferências de controle envolvendo prêmios extremamente elevados pagos aos vendedores, deixando os demais acionistas da companhia sem alternativa (a não ser eventualmente vender suas ações no mercado bastante inferior).

Naquele contexto, era necessário encontrar saídas que não dependessem das grandes reformas estruturais para terminar, como a tributária, da

³³ Formado em economia pela Universidade de São Paulo e pós-doutorado no Economic Growth Center, Yale University, USA. Foi professor visitante do Departamento de Economia Agrícola e Sociologia Rural da Ohio State University (1980). Foi Professor Assistente Doutor da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo, de 1967 a 2001. Ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, na primeira gestão de Fernando Henrique Cardoso, atuou também como Secretário Executivo da Câmara de Comércio Exterior da Presidência da República.

³⁴ Formado em 1972 pela Faculdade de Direito da então Universidade do Estado da Guanabara. Foi o 1º colocado no 1º concurso público para advogados da Comissão de Valores Mobiliários - CVM no ano de 1978, mas não assumiu a função, permanecendo na iniciativa privada. Membro do Conselho de Administração da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (1984-1987) e do Conselho de Administração da BNDESPAR - BNDES Participações S.A. (1996-1998). Diretor da Comissão de Valores Mobiliários (1990-1991) e membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (1991-1993). Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2002-2004).

³⁵ A ação preferencial poderá ter direito a voto em casos previstos na Lei, ou em assuntos explicitados no Estatuto Social da companhia.

³⁶ GORGA, E., Análise da eficiência de normas societárias: emissão de preferenciais, tag along e composição do conselho fiscal, 30/01/2007.

³⁷ Nessas estruturas, uma empresa detém o controle acionário de mais uma ou várias empresas (a "segunda camada"), e cada uma dessas detém o controle acionário de outra ou outras empresas (a "terceira camada"). Esse tipo de estrutura permite aos que estão no topo da companhia ter o controle efetivo dos recursos de todas as outras empresas da pirâmide, mesmo que sua propriedade nominal em todas essas outras empresas, em especial nas das camadas mais baixas, seja mínima. OMAN, Charles, BLUME, Daniel, Governança Corporativa: Desafio do desenvolvimento. < <http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijep/oman.htm>>

previdência social e do judiciário, além da própria da Lei das S.A. – esta, afinal, implementada em 2002. A Bovespa procurava instrumentos por ela acionados, e por isso, optou por estabelecer regras de listagem próprias, que contribuíssem para a melhoria das governanças listadas e, em decorrência, para a elevação atratividade do mercado para os investidores.

A premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. A Bolsa considerou que a percepção de risco menor ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução de assimetria de informações entre controladores ou administradores das empresas e os participantes do mercado.

Uma precificação mais adequada, ao contribuir para aproximar os interesses de empreendedores e investidores, estimularia abertura de capitais, assim como novas emissões por partes das empresas já listadas, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as companhias. A baixíssima ocorrência de abertura de capitais no mercado brasileiro, na década de 1990, mostrava a distância entre a percepção dos empresários a cerca do valor dos seus negócios e de seus investidores, que levavam também em conta os riscos de natureza societária que estavam expostos.

Vale comentar que, naquela época para muitos, os custos envolvidos na abertura de capital e na manutenção da condição de companhia aberta eram a principal causa para o desinteresse de empresas pelo mercado de ações. Mas a Bovespa entendia que o maior “custo” se dava na precificação das ações. Em outras palavras, era o desconto atribuído pelos investidores de riscos não associados ao negócio e foi sobre esse fator que decidiu atuar.

3.6 NOVO MERCADO

O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão³⁸, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação.

Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Ao lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser distinguidas como de Nível 1 ou Nível 2, conforme detalhado mais adiante, dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de boa governança. São os chamados "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, e que proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

³⁸Criado na Alemanha, em 1997, por meio de uma seção separada de listagem com regras mais rígidas de transparência, maior proteção aos acionistas minoritários e baseado nos princípios de governança corporativa.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamado de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as boas práticas de Governança Corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

3.6.1 DEFINIÇÃO DO NOVO MERCADO

Novo Mercado, segundo definição da Bovespa, é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais

exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

3.6.2 OBRIGAÇÕES DO NOVO MERCADO

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.

- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

3.6.3 OBRIGAÇÕES DO NÍVEL 1 DA BOVESPA

As companhias listadas no Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- Divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

3.6.4 OBRIGAÇÕES DO NÍVEL 2 DA BOVESPA

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do

controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

3.7 O IGC – ÍNDICE DE AÇÕES COM GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA

O IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa.

Elegem-se à inclusão na carteira teórica do índice todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da Bovespa.

São incluídas na carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da Bovespa. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

Ações de novas empresas serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

Ações de empresas já negociadas na Bovespa: serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da Bovespa, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

A cada quadrimestre, ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano, serão efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação. Nessa ocasião, também poderão ser excluídas ações que não estiverem atendendo a requisitos mínimos de liquidez.

Desde sua criação o IGC vem superando todos os outros índices mais conhecidos no Brasil, pode-se constatar na tabela a seguir:

Rentabilidade Acumulada	De 25/06/2001 à 31/12/2006
Ibovespa	206,30%
IGC	416,90%
IBrX	333,80%
IBrX 50	306,80%

Fonte: Bovespa

Tabela 1: Comparação do IGC a outros índices conhecidos no Brasil

Observa-se que existe um indicativo que as companhias com compromisso maior com as boas práticas de governança corporativa tendem a se valorizar mais.

3.8 LEI DAS S.A.

A Reforma da Lei das S.A., consubstanciada na edição da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, lhe conferindo mais transparência e credibilidade. Na concepção dos autores do projeto que veio a ser aprovado, um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos.

Partiu-se da premissa de que alinhamento de interesses gera valor. Quanto maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale.

Ainda que possa ser considerada imperfeita sob alguns pontos de vista, o longo e polêmico processo de discussão da lei durante sua tramitação perante o Congresso Nacional representou em si mesmo um benefício e elevou o nível dos debates e o grau de conscientização dos setores envolvidos quanto aos principais problemas relacionados a governança corporativa. Antes mesmo de sua promulgação, alguns dispositivos legais vinham sendo espontaneamente adotados por empresas desejosas por atrair investimentos.

A Reforma também trouxe, através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Com suas novas atribuições, a CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central, bem como eliminando as "zonas cinzentas" de atribuições dos dois órgãos.

Entre as principais inovações da reforma:

- A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- Modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor.
- Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia.
- Os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10 do capital total terão direito, cada qual, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária (somente a partir de 2006).
- Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração. · Melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação.
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença

entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle.

- O fechamento de capital da companhia deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.
- Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.
- Foi alterado o conceito de valor mobiliário que agora passa a incluir também novos instrumentos, sempre atentando para a natureza de apelo à poupança popular que através deles possa se buscar.
- A CVM passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprio; gozará de autonomia financeira, orçamentária e política, esta última garantida pela estabilidade de seus dirigentes; não estará subordinada hierarquicamente a qualquer outro órgão, embora esteja vinculada ao Ministério da Fazenda; e terá assegurado sua condição de autoridade administrativa independente, descabendo recurso na esfera administrativa de suas decisões, exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

- Tipificação de crimes contra o mercado de capitais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

3.9 A SITUAÇÃO ATUAL DO NOVO MERCADO

Hoje é possível sem excesso de otimismo, afirmar que o Novo Mercado e demais segmentos especiais de consolidação e que superaram largamente qualquer previsão feita por aqueles que os idealizaram, seja quanto à velocidade, ou à intensidade desse envolvimento. Os resultados são superlativos em diversos aspectos, essencialmente se confrontados com a história do mercado brasileiro de capitais até este momento. Houve outros períodos em que o mercado primário esteve muito ativo em que diversas companhias abriram seu capital, mas nunca como agora, obedecendo a uma lógica exclusivamente de mercados com a existência de incentivos adequados para isso.

O número de empresas listadas na Bovespa, para negociação em mercado de bolsa, em julho de 2007 foi de 433. Na tabela abaixo se pode observar a distribuição dessas empresas entre os quatro segmentos de listagem existentes.

Mercado em julho de 2007	Quantidade de empresas	Participação no total
Tradicional	295	68,13%
Nível 1	40	9,24%
Nível 2	18	4,16%
Novo Mercado	80	18,48%
	433	

Fonte: Boletim Informativo nº 108 da Bovespa

Na tabela abaixo, apresenta-se a capitalização de mercado na bolsa de valores de cada segmento de listagem (em milhões de reais).

Mercado em julho de 2007	Capitalização em milhões de R\$	Participação no total
Tradicional	908.219	42,81%
Nível 1	766.655	36,14%
Nível 2	68.483	3,23%
Novo Mercado	378.000	17,82%
	2.121.357	

Fonte: Boletim Informativo nº 108 da Bovespa

Tabela 2: Capitalização de mercado da Bovespa em julho de 2007

Observa-se que o número de companhias listadas em segmento especiais já representa quase um terço do total e em termos de capitalização está próximo dos 60%, demonstrando assim o rápido sucesso do Novo Mercado da Bovespa.

Segundo Santana (2007) ³⁹, o fato novo mais significativo no cenário do mercado brasileiro em alguma medida como decorrência da própria criação do Novo Mercado é o surgimento de companhias sem acionista controlador definido, chamadas no regulamento de listagem de “companhias de controle difusos” como se sabe a imensa maioria de empresas brasileiras têm capital votante concentrado, seja nas mãos de família ou de grupos de familiares, do Estado Brasileiro, de grupos estrangeiros ou mesmo de alguns investidores financeiros vinculados por Acordo de Acionistas. Até muito pouco tempo atrás, praticamente não havia nenhuma empresa listada sem um acionista (ou grupo) que controlasse a maioria absoluta do seu capital votante.

A partir da melhora na precificação dos papéis, observa-se que até a venda de blocos de controle por meio de ofertas públicas ao mercado uma possibilidade viável.

³⁹ SANTANA, Maria H., Sem excesso de otimismo, é possível afirmar que o Novo Mercado superou largamente qualquer previsão, seja quanto à velocidade ou à intensidade de sua consolidação. *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

Esse tipo de operação já ocorreu com sucesso permitindo o desinvestimento de acionistas controladores e não apenas daqueles que eram investidores financeiros nas empresas.

Houve também casos em que os antigos controladores, por vezes o próprio empreendedor que construiu o negócio venderam uma parcela de sua participação, tornando-se minoritários no capital dessas empresas após IPO. De acordo, com o testemunho trazido por alguns desses acionistas, as regras de governança estabelecida pelo Novo mercado lhes deram suficiente conforto para que permanecessem na condição de minoritários nas companhias que fundaram.

4 PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE

4.1 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os mercados de capitais dos vários países se desenvolvem de formas e com intensidades diferentes. Em 1932, os professores Adolph Berle e Gardiner Means publicaram estudo sob o título de *“The Modern Corporation and Private Property”*, no qual constataram o elevado grau de dispersão das ações das companhias norte-americanas. Difundiu-se, a partir daí, o princípio da propalada separação da propriedade e do controle. De acordo com os referidos autores, em decorrência da crescente dispersão das ações das companhias entre inúmeros acionistas, o controle das macro-empresas deslocar-se-ia cada vez mais para as mãos dos seus administradores. Desapareceria, assim, a figura do “acionista controlador”.⁴⁰

Muitos autores criticam Berle e Means por terem tido uma visão míope sobre o problema que analisavam. Quando, em 1932, anunciaram a separação da propriedade e o controle, não se deram conta de que estavam diante de um

⁴⁰ OIOLI, Erik F.; VEIGA, Marcelo G. *Convergência e divergência nos mercados de capitais*, 08/03/2007.

fenômeno tipicamente anglo-saxão, para o qual não necessariamente a maior parte do mundo convergia.

Segundo Borges e Serrão (2005), existem 2 modelos de governança corporativa, um anglo-saxão e um nipo-germânico.

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas (nos Estados Unidos, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa) [Economist (10.02.96)], e bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas: dadas às condições anteriores, não há necessidade de um monitoramento direto. O mercado, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. O sistema exige um nível elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada (na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), e muitas participações acionárias são de longo prazo. No Japão, por exemplo, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas [Nikkei Weekly (23.06.97)], no sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros dos keiretsus (grupos empresariais). Na Alemanha, os bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem os seus riscos, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.

Esses tipos de propriedade e formas de monitoramento refletem visões diferentes dos objetivos finais das empresas, o que permite um segundo corte na caracterização dos dois sistemas de governança. No anglo-saxão o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas, enquanto nos países que se aproximam do modelo nipo-germânico as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros

grupos que são impactados pelas suas atividades, como os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade. É possível distinguir dois tipos extremos de controle corporativo: shareholder, no qual a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas; e stakeholder, onde, além dos acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado pela ação e pelos resultados da corporação.

A Carta Dynamo nº 52⁴¹, classifica dois modelos distintos de governança corporativa: o de “mercado” (disperso) e o de “bloco de controle”. O sistema de governança corporativa de mercado é caracterizado pela dispersão acionária, onde os acionistas agem prioritariamente como investidores de portfólio e delegam amplos discricionários de gestão para os executivos. No sistema de governança de bloco de controle, a estrutura do capital é concentrada e o poder de controle da sociedade é exercido de forma permanente por um ou um pequeno grupo de acionistas.

O modelo de mercado vem geralmente associado a um regime de maior proteção aos direitos dos acionistas, maior liquidez, maior diversificação e um mercado de capitais mais robusto. Usualmente, duas desvantagens são apontadas neste regime: i) a falta de incentivos que acionistas com participação reduzida no capital social têm para exercer a trabalhosa função de monitorar os executivos; ii) uma suposta tendência a valorizar iniciativas de curto prazo que tragam efeitos imediatos no preço da ação.

O modelo de bloco de controle apresenta a vantagem do monitoramento permanente exercido pelo acionista controlador. O dono do negócio possui ainda um acesso direto ao fluxo de informação e a capacidade de intervir mais rapidamente em caso de distração dos executivos. Por outro lado, nos países onde este modelo prevalece geralmente os mercados de capitais são mais limitados, têm menos liquidez e em muitos deles o regime de proteção legal é mais fraco, permitindo a expropriação de valor dos acionistas minoritários pelos controladores através de diversas formas de benefícios privados de controle.

⁴¹ Carta Dynamo nº 52, Dispersão e concentração.

Tem-se discutido correntemente no cenário empresarial brasileiro, envolvendo a governança corporativa, a pulverização de controle das companhias.⁴²

A pulverização do capital é o modelo caracterizado pela extinção dos blocos de acionistas controladores. A empresa passa a ser controlada por todos os acionistas, nenhum com poder majoritário, em um processo que confere maior importância aos executivos que comandam a empresa.

Rafael La Porta (1998)⁴³, a partir da análise de diversos países, relatou a polarização das estruturas societárias entre dois sistemas de governança corporativa: os sistemas: de capital disperso e de capital concentrado. O primeiro sistema se caracterizaria por um mercado de capitais forte, com rigorosos padrões de “disclosure” e nos quais está presente um mercado de controle societário (“market for corporate control”). Já o segundo é caracterizado pela existência de grandes blocos de controle, de mercados de capitais fracos, de incentivos para a manutenção do controle e de padrões menos rígidos de “disclosure”.

4.2 CAPITAL CONCENTRADO X CAPITAL DISPERSO E RISCOS DO CAPITAL PULVERIZADO

A principal vantagem de companhias com capital pulverizado é o fim das ações preferenciais sem direito a voto. Dessa forma, nesse modelo o capital da companhia é somente formado por ações ordinárias que têm direito ao voto. A

⁴² SILVA, Daniel C.; RODRIGUES, Sérgio S. *Pulverização do controle acionário: conseqüências para o mercado de capitais brasileiro*, ago. 2006.

⁴³ LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, 1998.

seguir, uma comparação realizada por Costa e Silva (2006) ⁴⁴, entre os dois modelos:

Capital Concentrado

- Enfoque estratégico – ênfase na operação e no setor
- Diretoria sob controle direto do Acionista Controlador
- Gestão financeira retentora de Caixa
- Pouco interesse na liquidez e valorização das ações no mercado
- Menor ênfase em mecanismos de remuneração relacionados à valorização das ações (stock options)
- Apropriação privada de benefícios – negociações com partes relacionadas em detrimento da Companhia
- Apropriação exclusiva do prêmio de controle

Capital disperso

- Enfoque no valor de mercado da Companhia
- Diretoria independente sob controle menos rígido do Conselho de Administração

⁴⁴ COSTA e SILVA, Francisco. *O Modelo de controle societário pulverizado: cuidados a serem observados*, 2006.

- Menos conservadorismo na apuração do lucro
- Remuneração dos Diretores com ênfase na valorização das ações no mercado
- Estímulo a fraudes contábeis

Sem dúvida, o modelo de capital pulverizado, traz riscos para as companhias, assim como o concentrado também os tem.

Segundo Levacov⁴⁵, destaca-se a pouca presença dos acionistas nas assembleias gerais, como um risco, dado que essa reunião será o principal fórum para debate da gestão, estratégia e finanças da empresa. Um absenteísmo acionário poderia dificultar, por exemplo, uma substituição de uma diretoria desalinhada com o interesse dos acionistas.

A assimetria informacional entre a Diretoria e o Conselho de Administração é outro risco eminente num modelo de capital pulverizado, fazendo que em alguns casos o Conselho de Administração fique sem meios para fiscalizar a gestão dos Diretores.

O ponto de equilíbrio entre estipular *poison pills* também é um ponto relevante. A companhia fica num *trade-off* entre deixar os acionistas desprotegidos e estipularem *poison pills* que praticamente impedem os “take overs agressivos”. Sendo assim, existe o perigo da perpetuação da Diretoria na companhia.

Os resultados da discussão teórica e de estudos empíricos até agora não autorizam nenhuma conclusão definitiva sobre a superioridade de um modelo sobre o outro.

⁴⁵ LEVACOV, Bruno. *Modelo de controle societário pulverizado no mercado* (cuidados a serem observados), jun. 2006.

4.3 PULVERIZAÇÃO NO BRASIL

André Carvalho e Ricardo Leal em estudo de 2003⁴⁶ demonstram o padrão de concentração entre propriedade e controle nas sociedades brasileiras. Numa amostra de 225 sociedades com base nos IAN's de 2000, analisaram que dentre 203 sociedades ou 90% da amostra, tinham um acionista que detinha mais de 50% das ações ordinárias. Esse acionista tinha, em média, 76% do capital votante e 54% do capital total da sociedade. Dentre as 22 sociedades que não são controladas por um único acionista, o maior acionista detinha, em média, 37% do capital votante. Considerando a amostra total, o maior acionista detinha, em média, 72% do capital votante, enquanto os três e os cinco maiores acionistas detinham, respectivamente, 85% e 87%.

Como já citado anteriormente, o movimento de pulverização do controle está incipiente no mercado brasileiro, teve início em 2005 com a operação da Lojas Renner, sendo seguida da Embraer, Diagnósticos da América, Submarino e Perdigão. Esse movimento apresenta riscos e benefícios e parece ter três explicações principais: o amadurecimento do mercado de capitais no Brasil, alcançando em 2006 a oitava posição mundial em lançamento de ações (29 operações no ano); a descoberta de uma “porta de saída” através do mercado acionário como forma de “desinvestimento”, principalmente para os fundos de private equity e, por fim, a visão de que pulverização está relacionada com uma boa administração.

Até março de 2007, 13 companhias abertas tinham seu capital pulverizado, segundo a Bovespa. Além da Embraer, fazem parte da lista a American Banknote, do setor gráfico, BrasilAgro, que atua no mercado imobiliário agrícola, Dasa, de diagnósticos clínicos, Datasul, de informática, Eternit, de material de construção, Gafisa, de desenvolvimento imobiliário, Lojas Renner, de varejo,

⁴⁶ CARVALHAL DA SILVA, André; LEAL, Ricardo. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. <<http://ssrn.com/abstract=477302>>

Lupatech, de produtos mecânicos, Perdigão, indústria de alimentos, a construtora Rossi Residencial, o Submarino, de varejo on-line, e a Totvs, de softwares. A Eternit e a Renner, no entanto, são as duas únicas com o capital 100% pulverizado, ou seja, todas as ações estão no mercado.⁴⁷

Sandim e Moura⁴⁸ afirmam que: “O rápido amadurecimento do mercado de capitais brasileiro está provocando, entre outros fenômenos, uma dispersão acionária em importantes companhias nacionais. Esta é, certamente, uma tendência positiva para o país”.

4.4 PULVERIZAÇÃO DE EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA COM MIGRAÇÃO PARA O NOVO MERCADO

Desde a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, ocorreram duas operações bem sucedidas de migração de empresas já listadas para o Novo Mercado incluindo troca de ações preferenciais por ordinárias, pulverizando o controle. No primeiro precedente, a Perdigão optou por oferecer aos preferencialistas uma razão de troca de uma ação ordinária para cada ação preferencial, não causando grandes discussões jurídicas.

A Embraer, por outro lado, sob uma perspectiva econômica, impôs uma diluição aos preferencialistas quando da migração para a nova estrutura societária e da adoção de uma estrutura de capital social composta exclusivamente por ações ordinárias. Tal diluição foi aceita como parte do prêmio que os detentores de ações preferenciais pagariam para adquirir ações ordinárias. No caso específico, houve

⁴⁷ Empresas brasileiras apostam na abertura de capital, *Câmara de Comércio Árabe Brasileira*, 26/03/2007.

⁴⁸ SANDIM, Thiago; MOURA, André P. *Decisões da CVM dão transparência e segurança ao mercado*, 17/04/2007.

uma diferença no valor econômico das ações ordinárias e preferenciais da ordem de 9%, que foi bem aceita pelo mercado.

Sandim e Moura relatam que, as grandes empresas brasileiras são tradicionalmente controladas por grupos familiares ou, em alguns casos, por fundos de pensão, a maior parte dos quais é formada por empregados de grandes bancos ou empresas estatais, e que adquiriram significativas participações societárias em empresas estatais privatizadas na década de 1990. Uma dessas empresas privatizadas na década de 1990 foi a Telemar, que fez uma tentativa frustrada de dispersar seu controle acionário no mercado de capitais nacional.

As empresas do grupo Telemar constituem o maior grupo do setor de telecomunicações no Brasil. Atualmente, três empresas do grupo estão listadas na Bovespa. Em uma tentativa de aumentar a liquidez das ações do grupo, a Telemar recentemente propôs uma reorganização societária que objetivava a centralização das negociações em bolsa de valores apenas das ações da sociedade holding, que migraria para o Novo Mercado da Bovespa.

A questão relevante nessas operações de pulverização de controle de empresas já listadas é a relação de troca entre ações dos minoritários, (ordinárias e preferenciais) e controladores, pois quanto maior o prêmio de controle que controlador exigir, maior será a diluição dos acionistas minoritários no capital da “nova companhia”.⁴⁹

Adicionalmente, o tratamento dado às ações ordinárias que constituem o controle e as ações ordinárias dos minoritários também causa polêmica.

Como exemplo hipotético, uma empresa que tenha 100 ações ordinárias, 200 ações preferenciais e o acionista controlador detenha 52 ações ordinárias e a relação de troca proposta seja de 1,25 ações para 1 ação do minoritário, resultará

⁴⁹ VIEIRA, Catherine; MAGALHÃES, Heloísa; CAMBA, Daniele. Acionista disputa voto a voto na Telemar, *Valor Econômico*, 18/10/2006.

numa diluição da ordem de 4,15% e a participação na companhia em 3,43%, como demonstrado a seguir:

Acionista	ON	% ON	PN	% PN	Total	% Total
Controlador	52	52,00%	0	0,00%	52	17,33%
Minoritários	48	48,00%	200	100,00%	248	82,67%
	100		200		300	

Acionista	ON	% ON	Total	% Total
Controlador	65	20,77%	65	20,77%
Minoritários	248	79,23%	248	79,23%
	313		313	

Tabela 3: Exemplo hipotético de relação de troca entre acionistas

Nesse exemplo, não haveria tratamento distinto para ações ordinárias de acionistas controladores e acionistas minoritários, mas isso pode ocorrer. A seguir, onde serão analisados os casos propostos no Brasil, se observará que na proposta de operação da Telemar, existiu essa diferenciação de tratamento.

5 ANÁLISES DOS CASOS DE PULVERIZAÇÃO DO CONTROLE DE EMPRESAS JÁ LISTADAS NA BOVESPA

5.1 EMBRAER

No Fato Relevante divulgado em 19 de janeiro de 2006, o conselho de administração da Embraer tornou pública a proposta de reorganização societária da companhia a ser submetida para deliberação dos acionistas em Assembléia Geral. A proposta consistiu na pulverização do controle da companhia através de conversões de ações que foi aprovada em Assembléia Geral de Acionistas.

A reestruturação contemplou a incorporação da Embraer pela sociedade Rio Han Empreendimentos e Participações (criada com o objetivo específico de servir como veículo no processo de reestruturação). Dessa forma, com a incorporação, a Embraer – e, em conseqüência, todas as ações de sua emissão - foi extinta, e os acionistas da Companhia receberam ações ordinárias do capital da Rio Han, que passou, posteriormente a ser chamada de Nova Embraer. Cabe destacar que a União assim como tinha na Embraer passou a ter na Nova Embraer ação de classe especial com determinados direitos.

Os passos da operação foram os seguintes:

Primeiramente, foi constituída a companhia Rio Han, que teve como seus únicos acionistas Bozano, Previ e Sistel (controladores da Embraer). Esses acionistas aportaram suas ações da Embraer na proporção de 1 ação ordinária vinculada ao acordo de acionista para 1,1153 ações ordinárias da Rio Han.

Sendo assim, a Rio Han passou a deter 60% do capital votante e 20,16% do capital total direto da Embraer, conforme organograma abaixo:

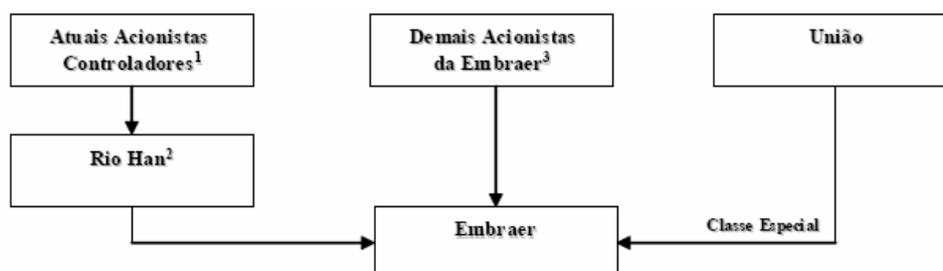


Figura 1: Organograma societário da Embraer antes da pulverização do controle
Fonte: Embraer

Logo após, em assembléia geral realizada, os acionistas aprovaram a reorganização societária, que consistiu na troca de 1 ação não vinculada ao acordo de acionistas, sendo ela ordinária ou preferencial, da Embraer por uma ação da Rio Han e posteriormente, modificou-se o nome da companhia para Nova Embraer. E o organograma passou a ser conforme a seguir:

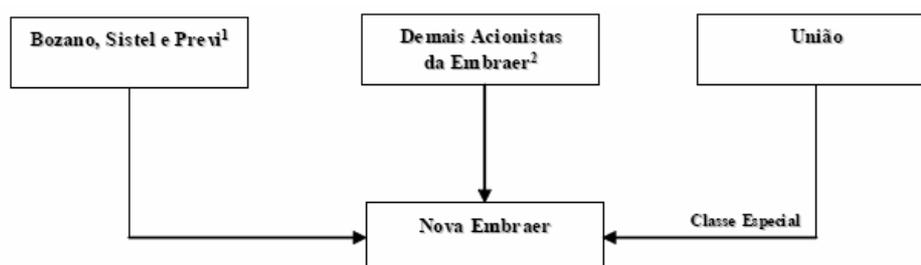


Figura 2: Organograma societário da Embraer depois da pulverização do controle. Fonte: Embraer

A Goldman Sachs & Companhia foi contratada para conduzir a análise econômico/financeira, a fim de dar suporte ao processo de determinação da relação de substituição das ações de emissão da Companhia por ações e ADS do capital da Nova Embraer.

A Goldman Sachs para analisar o prêmio implícito realizou uma pesquisa com 17 transações de conversão entre espécies e classes de ações no mercado internacional envolvendo companhias abertas, entre 2000 e 2005.

A análise de transações de conversão entre espécies e classes de ações buscou determinar precedentes similares à transação e verificar qual é a faixa de prêmio historicamente paga neste tipo de operação.

O banco separou o universo de transações analisadas em dois grupos: aquele em que um acionista controlador com mais de 50% do voto reduziu seu poder de voto para menos de 50% após a conversão, e outro no qual isso não aconteceu.

Também utilizou como premissas:

- Em cada transação de conversão, duas classes de ações de uma mesma empresa companhia, cada uma com direito de voto diferenciados, foram combinadas em uma única classe de ação com mesmo direito de voto.
- Para cada uma das companhias analisadas, determinaram o prêmio pago às ações com maior direito de voto ou ao acionista controlador, conforme o caso, através da comparação entre valor total representado por estas ações depois e antes da transação, respectivamente.
- Em transações onde houve um componente do pagamento em espécie ou recompra dirigida de ações pela companhia, adicionaram este valor no cômputo do valor total recebido pelas ações com maior direito de voto ou ao acionista controlador, e ajustaram o valor pró-forma da capitalização da companhia para refletir tal pagamento em espécie e/ou a recompra dirigida de ações.

Sendo assim, o Banco encontrou os seguintes resultados:

“Das transações de conversão analisadas, quatro envolveram um acionista controlador com mais de 50% do voto reduzindo seu poder de voto para menos de 50% após a conversão. No universo analisado, o prêmio implícito pago para o acionista controlador nestas transações variou entre 0,0% e 19,4%, e sua média foi de 7,6%”.

Das outras transações (treze) não envolveram mudança de controle. Destas, 11 foram realizadas sem qualquer prêmio implícito às ações com maior direito de voto. No universo analisado, o prêmio implícito pago às ações com maior direito de voto variou entre 0,0% e 8,2%, e sua média foi de 1,1%.

A seguir, a tabela com a amostra utilizada:

Data	Empresa	Forma de pagamento	Relação de Troca	Prêmio de Controle Implícito	Desconto Implícito para acionistas não controladores
Transações Envolvendo Grupo de Controle Definido					
set-05	Sotheby's	Ação + Dinheiro	1,00 x	19,4%	-5,5%
mar/05	Royal Group	Ação + Dinheiro	1,00 x	5,6%	-1,1%
out/02	Reader's Digest	Ação + Dinheiro	1,22 x	5,3%	-1,1%
jun/00	Mitchell Energy	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
Máximo			1,22 x	19,4%	0,0%
Média			1,06 x	7,6%	-1,9%
Mediana			1,00 x	5,4%	-1,1%
Mínimo			1,00 x	0,0%	-5,5%
Transações Não Envolvendo Grupo de Controle Definido					
jun/05	Gartner, Inc	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
fev/04	Gildan Activewear	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
nov/03	Mips Technologies	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
nov/03	Jo-Ann Stores	Ação	1,15 x	6,6%	-7,3%
set/03	Commonwealth Telephone Enterprises	Ação	1,09 x	8,2%	-0,8%
mai/03	Florida East Coast Industries	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/03	Home Capital Group	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/02	Cabot Oil & Gas	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/02	Freeport McMoran Cooper & Gold	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
set/01	Conoco Phillips	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/01	Waddell & Reed Financial	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/01	Raytheon	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
mai/01	Sap	Ação	1,00 x	0,0%	0,0%
Máximo			1,15 x	8,2%	0,0%
Média			1,02 x	1,1%	-0,6%
Mediana			1,00 x	0,0%	0,0%
Mínimo			1,00 x	0,0%	-7,3%

Fonte: Embraer

Tabela 4: Pesquisa com 17 transações de conversão entre espécies e classes de ações no mercado internacional envolvendo companhias abertas, entre 2000 e 2005 realizada pela Goldman Sachs.

Fonte: Embraer

A Análise Financeira apontou a existência de elementos que justificariam o pagamento de um prêmio de até 24,4% aos detentores das Ações Vinculadas,

sobre o valor de avaliação das ações – e ADS – de emissão da Embraer não vinculadas ao Acordo de Acionistas, independentemente de espécie.

A proposta apresentada e aprovada em Assembléia Geral de Acionistas foi à relação de substituição de ações da Companhia não vinculadas ao Acordo de Acionistas se dê na proporção de 1 nova ação ordinária da Nova Embraer para cada ação ordinária ou preferencial da Companhia. Já para as ações vinculadas foi proposta e aprovado a relação de troca de 1,1153 ações da Nova Embraer por Ação Vinculada. A proposta submetida contemplou a concessão de um prêmio de 9,0%, exclusivamente às Ações Vinculadas.

A reestruturação resultou no aumento da participação das ações vinculadas, que passou de 20,16% do capital da Companhia, para 21,97% do capital da Nova Embraer. Por outro lado, a participação das ações não vinculadas foi reduzida de 79,84% do capital da Companhia, para 78,03% da Nova Embraer, implicando em uma diluição de 2,3%.

O spread entre ações ON/PN antes da reunião do conselho de administração era o seguinte: (i) média de 30 dias anteriores – 0,7814 e (ii) média de 60 dias anteriores, demonstrando que o mercado não precificava esse tipo de operação.

A soma do volume e do número de negócios das duas ações da Embraer em 2005 foram os seguintes:

	Nº de Negócios	Volume (R\$)
EMBR 3	189	3.131.492
EMBR 4	294	8.911.080
Total	483	12.042.571

Fonte: Economática

Tabela 5: Número de negócios e volume das ações da Embraer em 2005

A partir de 05/06/2006, dia que somente passaram a serem transacionadas ações ON da Embraer após a reestruturação até 31/05/2007, a média do volume negociado no período passou a ser de R\$ 16.517.727,96, superior ao apresentado antes da operação e o número de negócios médio no mesmo período de 661 negócios, também acima do período antes da reestruturação.

Isso indica que a proposta de reorganização societária pode aumentar a liquidez da ação da companhia com controle pulverizado.

No caso da Embraer, constata-se que o tratamento aos minoritários foi semelhante a todos acionistas, independente da classe de ação e a relação de troca não teve como parâmetro a cotação de mercado antes da proposta da operação.

5.2 GRUPO TELEMAR

O Grupo Telemar, em Fato Relevante de dia 17 de abril de 2006 propôs uma reorganização societária, que objetivava simplificar a estrutura acionária das Empresas Telemar e reunir seus acionistas, que estavam distribuídos em três sociedades com seis diferentes classes e espécies de ações, em uma única companhia (no caso, a Telemar Participações), com o capital dividido exclusivamente em ações ordinárias, negociadas no Novo Mercado da Bovespa e na New York Stock Exchange e tendo seu controle pulverizado.

Em suma, a operação consistia na migração de todos os acionistas minoritários da Tele Norte Leste Participações - TNL e Telemar Norte Leste S.A. - TMAR para a Telemar Participações - TMARPART e tinha três etapas:

- a) Incorporação de ações da TNL na TMARPART

- b) Conversão voluntária das ações preferenciais da TMAR em ordinárias
- c) Troca de ações de TMAR por TMARPART

As ações do grupo foram avaliadas para balizar as relações de trocas na operação pela empresa N M Rothschild & Sons Ltda.

A avaliação contemplou duas etapas: (i) cálculo do valor econômico das empresas Telemar e (ii) distribuição do valor econômico entre as espécies de ações (ordinárias e preferenciais).

Para o cálculo do valor econômico foi utilizado o método do fluxo de caixa descontado, modelo relatado anteriormente nesse estudo.

O Rothschild para as ações preferenciais da TNL e TMAR que são ações líquidas e fazem parte do índice Bovespa, atribuiu que o valor das PN em bolsa representava um bom parâmetro para auferir seu valor.

As ações TNLP 4 (ação preferencial da TNL) e TMAR 5 (ação preferencial da TMAR) participam dos índices: Ibovespa, IBX, IBX-50 e ITEL.

O cálculo do valor de mercado utilizado foi à média das últimas 30 cotações de fechamento anterior ao Fato Relevante, ajustado para dividendos e juros sobre capital próprio.

No entanto, o avaliador assumiu que o valor das ações PN em bolsa não representava necessariamente o valor para a aquisição da totalidade dessas ações em circulação no mercado, dessa forma, haveria a necessidade de um prêmio.

O prêmio foi medido pelo valor médio oferecido nas recentes Ofertas Públicas de Ações com características similares a TNL e TMAR, como demonstrado no quadro a seguir:

Data	Companhia	Espécie de ação	Tipo de OPA	Prêmio oferecido	
				Dia anterior	Últimos 30 dias
nov/04	Cosipa	PN	Fechamento de capital	13,3%	29,3%
nov/04	Seara	PN	Fechamento de capital	9,9%	11,2%
ago/04	Crt Celular	PN	Voluntária	16,3%	19,9%
set/04	Tele Centro Oeste Celular Participações	PN	Voluntária	18,2%	21,3%
out/04	Tele Leste Celular Participações	PN	Voluntária	25,0%	21,1%
nov/04	Tele Sudeste Celular Participações	PN	Voluntária	18,2%	19,0%
abr/04	Bunge	PN	Fechamento de capital	22,0%	17,9%
mar/01	Bompreço	PN	Fechamento de capital	50,0%	36,5%
dez/00	Banespa	PN	Voluntária	56,3%	49,2%
mai/00	Samitri	PN	Fechamento de capital	18,7%	51,0%
mai/00	Odebrecht	PN	Fechamento de capital	49,0%	70,0%
Média				27,0%	31,5%
Mediana				18,7%	21,3%

Notas

1 Ofertas públicas de cancelamento de registro, aumento de participação e voluntárias com pagamento em dinheiro anunciadas desde 2000, excluindo as empresas com baixa liquidez, representatividade ou comparabilidade

2 Prêmio do preço da oferta sobre a cotação do dia anterior à publicação do fato relevante

3 Prêmio do preço da oferta sobre a cotação média dos 30 dias anteriores à publicação do fato relevante

4 Oferta por 100% das ações em circulação

Fonte: Fatos Relevantes, Econômica, Bloomberg

Tabela 6: Pesquisa realizada pelo Rothschild sobre prêmios oferecidos para compra de ações preferenciais em Oferta Pública de Ações

Fonte: Telemar

Portanto, para fins da reorganização societária, o valor das ações PN estipulado foi o valor em bolsa acrescido do prêmio médio estipulado em 25%.

O valor das ações ON foi atribuído em função do Valor Econômico menos o Valor das ações PN. A distribuição do valor entre as ações ordinárias detidas pelo controlador e pelos acionistas minoritários foi determinada com base na provisão da Lei das S.A. em caso de troca de controle.

A Lei das S.A. estabelece que na eventual alienação do controle acionário de uma companhia aberta, os acionistas minoritários detentores de ações ON têm o direito a receber 80% do preço por ação pago ao controlador.

Sendo assim, as relações de troca atribuídas foram as seguintes:

Conversão de PNs em ONs na TMAR						
	Valor / ação (R\$)			Número de ações ON da TMAR por ação detida		
	Min	Médio	Máx	Min	Médio	Máx
Ações em circulação						
TMAR - PN	67,99	70,82	73,65	0,4265	0,3996	0,3688
TMAR - ON	159,39	177,24	199,71	1,0000	1,0000	1,0000

Troca de ações						
	Valor / ação (R\$)			Número de ações da TMAPART por cada ação detida		
	Min	Médio	Máx	Min	Médio	Máx
Ações em circulação						
TMAR - ON	159,39	177,24	199,71	64,5687	62,4984	60,3882
TNL - PN	42,99	44,78	46,57	17,4142	15,7897	14,0811
TNL - ON	103,00	117,73	136,62	41,7265	41,5145	41,3114
TMAPART	2,47	2,84	3,31	1,0000	1,0000	1,0000

Nota

1 Assumindo os seguintes parâmetros para cada cenário:
Mín: WACC de 11,9% e crescimento real na perpetuidade de -1,5% para o negócio de telefonia fixa; WACC de 13,2% e crescimento real de 1,5% para o negócio de telefonia móvel e 20% de prêmio para as ações PN
Médio: WACC de 11,4% e crescimento real na perpetuidade de -1,0% para o negócio de telefonia fixa; WACC de 12,7% e crescimento real de 2,0% para o negócio de telefonia móvel e 25% de prêmio para as ações PN
Máx: WACC de 10,9% e crescimento real na perpetuidade de -0,5% para o negócio de telefonia fixa; WACC de 12,2% e crescimento real de 2,5% para o negócio de telefonia móvel e 30% de prêmio para as ações PN

Figura 3: Relações de troca utilizadas na proposta de pulverização de controle do grupo Telemar

Fonte: Telemar

O valor das companhias acima da estrutura foi calculado com a soma dos valores das ações que estas detêm nas controladas.

Em suma, pode-se visualizar a metodologia de avaliação:

Metodologia de cálculo da avaliação	
Parcela a avaliar	Metodologia
A Valor Econômico das companhias	DCF
B Valor Econômico para os acionistas PN	Valor de mercado das PN + prêmio médio de ofertas públicas
C Valor Econômico para os acionistas ON	A menos B
D Preço por ação das ON do controlador ("ON _A ")	C / [# ações ON _A + (80% * # ações ON _B)]
E Preço por ação das ON fora do controle ("ON _B ")	D * 80%
F Preço por ação PN	B / # ações PN

Figura 4: Metodologia de cálculo do valor das ações utilizada na proposta de pulverização de controle do grupo Telemar

Fonte: Telemar

A proposta da Telemar apresentava metodologia de cálculo diferente para os três tipos de ações ON controlador, ON minoritário e PN.

O spread anterior ao anúncio do Fato Relevante é bem inferior ao proposto na operação, dessa forma, demonstra-se que o prêmio implícito de controle que o mercado acionário estava pagando era bem menor ao proposto.

O spread entre ações ON/PN antes do fato relevante era o seguinte: (i) média de 30 dias anteriores – 1,3983 e (ii) média de 60 dias anteriores – 1,3851. O mercado já precificava um prêmio da ON em relação à PN, mas não o sugerido na reorganização que resultava numa maior diluição.

A Assembléia Geral de Acionistas não aprovou a reestruturação societária, onde os acionistas minoritários preferencialistas não aceitaram a relação de troca proposta.

A proposta apresentava um tratamento diferenciado as ações ON de controle, ON minoritário e PN.

5.3 PERDIGÃO

Das três operações analisadas, a da Perdigão foi a mais simples. A relação de troca proposta foi de uma ação ordinária para uma ação preferencial, dessa forma, não teve diluição dos acionistas minoritários, o que não causou polêmica.

O spread entre ações ON/PN fica prejudicado de análise devido à falta de liquidez da ação ordinária, estima-se que essa falta de liquidez tenha sido um estímulo para a não adoção de prêmio de controle diferenciado.

A soma do volume e do número de negócios das duas ações da Perdigão em 2005 foram os seguintes:

	Nº de Negócios	Volume (R\$)
PRGA 3	1	24.576
PRGA 4	204	8.692.949
Total	205	8.717.525

Fonte: Economática

Tabela 7: Número de negócios e volume das ações da Perdigão em 2005

No caso da Perdigão, as ações ordinárias tinham liquidez muito reduzida como demonstrado na tabela anterior. Muitos dias não tiveram negócios com essas ações.

A partir de 05/06/2006, dia que somente passaram a ser transacionadas ações ON da Perdigão após a reestruturação, até 31/05/2007, a média do volume negociado no período passou a ser de R\$ 17.724.802,40, superior ao apresentado antes da operação e o número de negócios médio no mesmo período foi de 699 negócios, também acima do período antes da reestruturação.

Igualmente a Embraer, a ação resultante da operação apresentou maior liquidez do que anteriormente à reestruturação.

Em relação ao tratamento de valor foi semelhante para todas as ações e novamente não tem como realizar qualquer referência quanto ao preço de mercado devido à falta de negociação da ação ordinária devido à falta liquidez.

6 ESTUDO DO CASO CONTAX

6.1 HISTÓRICO DA CONTAX PARTICIPAÇÕES

A Contax Participações foi constituída em 31/07/2000. Em dezembro de 2003, a Tele Norte Leste Participações S.A. adquiriu 99,9% de participação no capital da Companhia, passando a ter o seu controle acionário. Até 26/11/2004, a Contax Participações não possuía companhias subsidiárias. Nessa data, o Conselho de Diretores da TNL aprovou o primeiro estágio de uma reorganização societária, que consistiu em:

- Alteração da denominação da razão social da Caroaci Participações S.A. para Contax Participações S.A. - Contax Participações
- Subscrição e integralização de um aumento de capital social na Contax Participações, por parte da Tele Norte Leste Participações S. A. no montante de R\$ 223,7 milhões e constituição de reserva de capital em R\$ 50,0 milhões. As origens dos recursos integralizados foram: (i) transferência da totalidade das ações de emissão da TNL Contax detidas pela TNL em 31 de outubro de 2004, avaliada em R\$ 126.030; (ii) transferência do crédito devido pela TNL com a TNL Contax no valor de R\$ 57.678, decorrente de saldo de mútuo entre as partes, também em 31 de outubro de 2004; e (iii) integralização em moeda corrente nacional de R\$ 90.000.

Dessa forma, o controle acionário da TNL Contax foi transferido da Tele Norte Leste Participações para a Contax Participações. A seguir pode-se observar no gráfico as etapas da operação:

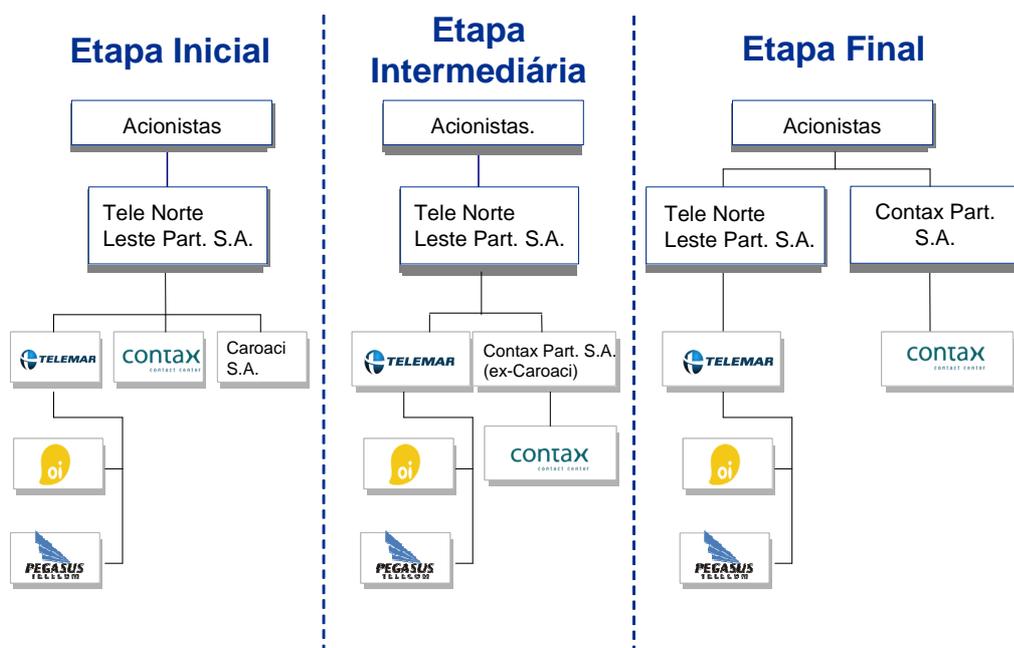


Figura 5: Mudança de controle acionário da Contax Participações. Fonte: Contax

Em 29/12/2004, foi aprovada em Assembléia Geral Extraordinária da TNL a transferência da totalidade do controle acionário da Contax Participações para os acionistas da TNL, sem alteração da quantidade de ações, por meio da redução do seu capital social e com a conseqüente entrega das ações da Contax Participações a todos esses acionistas, no mesmo percentual de participação desses no capital social da TNL. Decorridos 60 dias da publicação da aprovação da reorganização societária, através do registro da correspondente ata de assembléia de acionistas na junta comercial, não houve nenhuma oposição de credores ou de quaisquer partes interessadas. Dessa forma, a reorganização societária se tornou efetiva em 9 de março de 2005, conforme a legislação societária brasileira.

A partir desse momento o controle da Contax Participações passou a ser da Telemar Participações.

A Telemar Participações tem em sua estrutura os seguintes acionistas:

Nome/Razão Social	Número de ações total (unidade)	% da companhia
BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. BNDESPAR	858.225.276	25,00%
AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A.	352.730.588	10,28%
ASSECA PARTICIPAÇÕES S.A.	352.730.588	10,27%
LEXPART PARTICIPAÇÕES S.A.	352.730.590	10,28%
FIAGO PARTICIPAÇÕES S.A.	683.147.324	19,90%
L.F. TEL S.A.	352.730.588	10,27%
ALUTRENS PARTICIPAÇÕES S.A.	343.290.112	10,00%
FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIA	137.316.044	4,00%
AÇÕES EM TESOURARIA	0	0,00%
OUTROS	10	0,00%
TOTAL	3.432.901.120	100,00%

Tabela 8: Composição acionária da Telemar Participações

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

A composição acionária da Contax Participações exposto no IAN da CVM é a seguinte:

Nome/Razão Social	Número de ações ordinárias (unidade)	% de ações ordinárias	Número de ações preferenciais (unidade)	% de ações preferenciais	Número de ações total (unidade)	% da companhia
TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.	68.504.197	58,80%	2.391.952	1,19%	70.896.149	22,36%
CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNC BB (PREVI)	6.199.048	5,32%	0	0,00%	6.199.048	1,95%
BBM GESTÃO DE RECURSOS LTDA	0	0,00%	22.785.000	11,36%	22.785.000	7,18%
AÇÕES EM TESOURARIA	3.500.000	3,00%	0	0,00%	3.500.000	1,10%
OUTROS	38.292.200	32,88%	175.461.336	87,45%	213.753.536	67,41%
TOTAL	116.495.445	100,00%	200.638.288	100,00%	317.133.733	100,00%

Tabela 9: Composição acionária da Contax Participações

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

Segregando em grupos de acionistas com ações ordinárias de controle, ações ordinárias sem controle e preferencialista, tem a seguinte composição:

Ações	% da companhia
Ordinária Controlador	21,60%
Ordinária Minoritário	15,13%
Preferencial	63,27%

Tabela 10: Participação acionária na Contax Participações

6.2 AVALIAÇÃO DA CONTAX E APLICAÇÕES DE METODOLOGIAS DE RELAÇÃO DE TROCA

Como já relatado no capítulo 1, para aplicação das metodologias de relação de troca utilizadas nas operações de pulverização de controle da Embraer e da Telemar, no caso Contax, é necessário fazer a avaliação econômica por fluxo de caixa descontado da companhia.

Como a perpetuidade é uma variável que causa grande influência no valor final da companhia, foram realizadas simulações com dois valores para a taxa de perpetuidade. Uma sendo o Produto Interno Bruto - PIB brasileiro projetado para o ano de 2011 e 90% desse valor.

As premissas utilizadas para a avaliação foram:

- A data base da avaliação foi 31/12/2006, com horizonte de projeção de 5 anos.
- As demonstrações financeiras históricas utilizadas foram coletadas na página da Internet da CVM, na seção companhias abertas (demonstrações financeiras padronizadas).
- O fluxo de caixa do último ano de projeção foi normalizado para o cálculo do valor da perpetuidade.
- As projeções de variáveis macroeconômicas foram coletadas na página da Internet do Banco Central do Brasil, seção sala do investidor acessada dia 13/09/2007 às 14:50 com data base de 01/08/2007.

- Para cálculo da taxa de desconto, foi utilizado taxa livre de risco - o prêmio pago pelo tesouro nacional dos Estados Unidos para o título de dívida de 30 anos, o beta de 24 meses coletado no aplicativo Economatica e para prêmio de mercado a diferença entre o índice S&P 500 e o título americano T-Bond.
- As variáveis operacionais foram projetadas com base na média histórica apresentada nos últimos anos e expectativas de desempenho da companhia.

No anexo 1, serão expostos os valores encontrados na projeção.

Os resultados com as simulações da perpetuidade foram:

Perpetuidade	3,75%	4,17%
Valor econômico (R\$ mil)	1.233.121	1.296.172
Valor econômico por ação (R\$)	3,89	4,09

Tabela 11: Valor econômico da Contax Participações

Utilizando o valor da perpetuidade de 4,17% e aplicando as metodologias utilizadas nas operações descritas no capítulo 5, encontram-se os seguintes resultados:

Embraer		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	304.680.874	23,51%
Ordinária Minoritário	191.380.795	14,77%
Preferencial	800.110.783	61,73%

Tabela 12: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Embraer dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%

Perdigão		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	279.986.781	21,60%
Ordinária Minoritário	196.147.326	15,13%
Preferencial	820.038.345	63,27%

Tabela 13: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Perdigão dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%

Telemar		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	466.800.733	36,01%
Ordinária Minoritário	261.617.252	20,18%
Preferencial	567.754.466	43,80%

Tabela 14: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca do caso Telemar, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%

Já aplicando a outra taxa de perpetuidade tem-se os seguintes resultados:

Embraer		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	289.859.875	23,51%
Ordinária Minoritário	182.071.203	14,77%
Preferencial	761.189.925	61,73%

Tabela 15: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Embraer dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%

Perdigão		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	266.367.009	21,60%
Ordinária Minoritário	186.605.869	15,13%
Preferencial	780.148.124	63,27%

Tabela 16: Valor na companhia e participação acionária utilizando a metodologia de relação de troca do caso Perdigão dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%

Mercado		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	417.204.322	33,83%
Ordinária Minoritário	199.356.180	16,17%
Preferencial	616.560.501	50,00%

Tabela 17: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca do caso Telemar, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%

Nota-se que de acordo com a metodologia aplicada há uma grande variação da participação que cada investidor fica na composição acionária da empresa.

No caso da Contax aplicando a metodologia da Perdigão, o acionista controlador fica com o menor percentual resultante 21,60%, do capital total, mesmo percentual antes da proposta de operação, inferior 14,41% do que no caso Telemar, onde esse ente tem o seu ganho mais elevado. Em termos monetários, essa diferença representaria R\$ 186.813.952,00.

Já os acionistas preferencialistas, são diluídos aplicando as metodologias de Embraer e Telemar, não acontecendo utilizando o caso Perdigão. No primeiro caso, a diluição é relativamente pequena, apenas 1,54%, já no outro caso é de 19,47%.

O acionista detentor de ações ordinárias que não faz parte do bloco controlador tem como pior cenário aplicando a metodologia da Embraer, onde esse fica com a menor participação acionária, 14,77%, menor 0,36% do que antes da operação.

Para que o acionista controlador tenha um ganho em relação aos demais acionistas na operação com a metodologia utilizada no caso Telemar, o valor econômico por ação terá que ser superior ao prêmio acrescido ao preço de mercado das ações preferenciais, que no caso da Telemar foi 25%.

A relação de troca é uma situação negocial, sendo assim, os acionistas se manifestam na Assembléia Geral para aceitar ou não a proposta. Como já exposto, os acionistas não aceitaram a proposta na operação da Telemar. Antes da assembléia, devido a questionamentos de alguns acionistas a CVM emitiu o parecer número 34 para estabelecer quem seriam os acionistas que votariam na reunião de acionistas.

O parecer diz que quando a proposta de relação tiver critérios objetivamente verificáveis, tais como, cotações em mercados organizados, o acionista controlador terá o direito de voto.

Dessa forma, a relação de troca levando em consideração as cotações de fechamento de mercado de 18/05/2007 à 29/06/2007, 30 dias de pregão, tem os seguintes resultados:

Utilizando total do PIB projetado para 2011 como taxa de perpetuidade:

Mercado		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	438.536.646	33,83%
Ordinária Minoritário	209.549.580	16,17%
Preferencial	648.086.226	50,00%

Tabela 18: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca à mercado, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 4,17%

Utilizando 90% do PIB projetado para 2011 como taxa de perpetuidade:

Mercado		
Ações	Valor na companhia (R\$)	% da companhia
Ordinária Controlador	417.204.322	33,83%
Ordinária Minoritário	199.356.180	16,17%
Preferencial	616.560.501	50,00%

Tabela 19: Valor na companhia e participação acionária, utilizando a metodologia de relação de troca à mercado, dos acionistas da Contax, com perpetuidade de 3,75%

A média das diferenças entre as cotações entre as ações ordinárias e preferenciais foi de 1,47.

Levando em conta esse critério, os acionistas preferencialistas teriam diluição de 13,27%, mas nota-se que no caso Contax, o percentual resultante para o acionista controlador fica bastante próximo do que a metodologia do caso Telemar (cenário em que esse investidor teria o maior ganho).

Outro ponto importante a destacar, é que o único caso em que o valor da companhia tem influência no resultado final é o do caso Telemar.

7 CONCLUSÕES

Como já exposto, o movimento de pulverização de controle no Brasil ainda está iniciando, principalmente, em relação às empresas já listadas, os exemplos são duas reorganizações que tiveram êxito: Embraer e Perdigão e um insucesso: Telemar.

O movimento de tornar companhias com controle concentrado em difuso no Brasil teve como alicerces o momento do mercado de capitais que está em ritmo de crescimento acelerado como demonstrado no capítulo 3 e a criação do Novo Mercado, que aprimorou as práticas de governança corporativa, com regras que trazem benefícios a todos os acionistas e agregam valor para a companhia. Nota-se que companhias listadas em grau diferenciado no mercado, com padrões mais elevados de governança corporativa, se valorizam mais, como demonstrado na comparação entre o IGC e os demais índices da Bovespa.

Sendo assim, este estudo pretendeu demonstrar como a forma de estabelecer uma relação de troca entre as ações de controladores e minoritários, já que este item foi o mais sensível nas reorganizações realizadas (Embraer e Perdigão) e a causa do insucesso da reestruturação da Telemar, apresentando um caso de uma companhia que tem o perfil semelhante ao da Telemar, caso que não teve êxito.

Dessa forma, têm-se, em suma, as seguintes conclusões:

- A participação resultante de cada investidor no capital total tem grande variação de acordo com a metodologia aplicada.

- O valor apurado para a companhia só tem influência no resultado final quando aplicada à metodologia do caso Telemar, nos outros casos essa variável não impacta o resultado para todos os acionistas.
- Para que o acionista ordinarista controlador tenha um ganho em relação aos demais acionistas na operação com a metodologia utilizada no caso Telemar, o valor econômico por ação terá que ser superior ao prêmio acrescido ao preço de mercado das ações preferenciais, que no caso da Telemar foi de 25%.
- O acionista detentor de ações ordinárias que não fazem parte do bloco controlador tem como pior cenário aplicando a metodologia da Embraer, pois suas ações são tratadas da mesma forma do que as ações preferenciais.
- A aplicação da metodologia da Perdigão não traz diluição a nenhum dos acionistas, em contrapartida, não atribui valor diferente às ações de controle.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI José Paschoal. *Governança corporativa fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Editora Atlas, 2006. p.430-431.

ARAÚJO FILHO, Luiz F., *A estrutura de propriedade, os benefícios privados e o prêmio de controle no Brasil*. Rio de Janeiro: In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, 2004.

BARCLAY, M. e HOLDERNESS, Clifford, 1989, Private Benefits of Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*. 1989. p.371-395

BEBCHUK, Lucian A. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau economic research Working Paper nº 7. 1999. p.203.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. de B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 24.

BOVESPA. <http://www.bovespa.com.br>>. Acesso: em várias datas.

CARVALHAL DA SILVA, André; LEAL, Ricardo. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. <<http://ssrn.com/abstract=477302>>

CONTAX. <<http://www.contax.com.br>>. Acesso: em várias datas.

COSTA e SILVA, Francisco. *O Modelo de controle societário pulverizado: cuidados a serem observados*, Costa do Sauípe, Encontro de Conselheiros da Previ, 2006.

CRUZ, Felipe C., *Benefícios privados de controle, ambiente legal e desenvolvimento do mercado de capitais: um estudo do caso brasileiro*. 13/08/2003.

CVM. <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso: em várias datas.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi. Private Benefits of control: an International Comparison, *Journal of Finance*, forthcoming. 2002.

EMBRAER. <<http://www.embraer.com.br>>. Acesso: em várias datas.

GORGA, Érica. *Análise da eficiência de normas societárias: emissão de ações preferenciais, tag along e composição do conselho fiscal*. 30/01/2007.

HESSEL, Camila, Crônica de uma escalada. *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

JENSEN, Michael, MECKLING, William, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, oct. 1976.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, n.6, 1998.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 2001. 80 p.

LEVACOV, Bruno, Modelo de controle societário pulverizado no mercado (cuidados a serem observados), jun. 2006.

LODI, João B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MIKKELSON, Wayne; REGASSA, Hailu. *Premiums paid in block transactions: Managerial and decisions economics* 12. 1991. p.511-517

NENOVA, Tatiana. The Value of corporate voting rights and control: a cross-country Analysis, *Journal of Financial Economics*, 68. 2003. p. 325-351

OIOLI, Erik F., VEIGA, Marcelo G. *Convergência e divergência nos Mercados de Capitais*, 08/03/2007.

OMAN, Charles, BLUME, Daniel. *Governança corporativa: desafio do desenvolvimento*. < <http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijep/oman.htm>>

PERDIGÃO.<<http://www.perdigao.com.br>>. Acesso: em várias datas.

PORTUGAL, Felipe. *Dispersão acionária gera novos riscos e benefícios para o mercado*. Espaço Jurídico Bovespa, 20/03/2007.

SANDIM, Thiago, MOURA, André P., *Decisões da CVM dão transparência e segurança ao mercado*, 17/04/2007.

SANTANA, Maria H., Sem excesso de otimismo, é possível afirmar que o Novo Mercado superou largamente qualquer previsão, seja quanto á velocidade ou à intensidade de sua consolidação, *Revista Capital Aberto*, fev. 2007.

SILVA, Daniel C.; RODRIGUES, Sérgio S., *Pulverização do controle acionário: consequências para o mercado de capitais brasileiro*, ago. 2006.

SPERCEL, Thiago. *Aquisições hostis: até quando resistir?* Espaço Jurídico Bovespa, 2006.

TELEMAR. <<http://www.telemar.com.br>>. Acesso: em várias datas.

VIEIRA, Catherine; MAGALHÃES, Heloísa; CAMBA, Daniele. Acionista disputa voto a voto na Telemar, *Valor Econômico*, 18/10/2006.

WITHERELL, W. *The OECD and corporate governance*. Financial Reporting, 1999.

ANEXO 1 – PROJEÇÕES

Valores em R\$ mil	2007	2008	2009	2010	2011
Vendas Líquidas	1.219.835	1.383.024	1.554.968	1.740.125	1.946.484
- depreciação	31.239	34.766	37.067	39.529	42.164
- outros custos	1.062.377	1.184.285	1.312.956	1.451.117	1.604.293
Lucro Bruto	126.218	163.973	204.945	249.479	300.027
- desp. comerciais	70.916	77.212	83.859	90.954	98.732
- desp. administrativas	2.934	3.287	3.517	3.763	4.027
- <u>outras desp. operacionais</u>	11.848	12.317	12.816	13.331	13.861
Lucro da Atividade	40.520	71.156	104.753	141.430	183.407

Valores em R\$ mil	2007	2008	2009	2010	2011
Lucro da Atividade	40.520	71.156	104.753	141.430	183.407
- <u>Imposto de renda</u>	13.777	24.193	35.616	48.086	62.358
Lucro da Atividade x (1 - t)	26.743	46.963	69.137	93.344	121.049
+ depreciação	31.239	34.766	37.067	39.529	42.164
- Variação da N.C.G.	(19.205)	2.772	2.916	3.162	3.568
- <u>Gastos de Capital</u>	69.010	31.760	33.983	36.361	38.907
Fluxo de Caixa Livre (R\$ mil)	8.178	47.198	69.305	93.350	120.738

Valores em R\$ mil	2007	2008	2009	2010	2011
Dívida	69.321	147.916	236.282	335.170	445.785
Patrimônio Líquido	404.787	456.751	528.136	621.493	739.046
total	474.108	604.667	764.418	956.663	1.184.831
% Capital Próprio	85,4%	75,5%	69,1%	65,0%	62,4%
% Capital de terceiros	14,6%	24,5%	30,9%	35,0%	37,6%

Valores em R\$ mil	2007	2008	2009	2010	2011
Fluxo de Caixa Livre (R\$ mil)	8.178	47.198	69.305	93.350	120.738
+ Valor Residual (R\$ mil)					1.760.450
Fluxo de Caixa Livre (R\$ mil) + VR	8.178	47.198	69.305	93.350	1.881.188
Vpl dos fluxos	7.168	36.354	47.013	55.877	1.015.469

Cenário com taxa de perpetuidade com 90% do Pib projetado para 2011

Valores em R\$ mil	
Valor da empresa	1.161.880
- dívida líquida	(166.064)
+outros investimentos	(94.823)
Valor econômico para o acionista	1.233.121
Valor por ação	3,888331

Cenário com taxa de perpetuidade com total do Pib projetado para 2011

Valores em R\$ mil	
Valor da empresa	1.224.931
- dívida líquida	(166.064)
+outros investimentos	(94.823)
Valor econômico para o acionista	1.296.172
Valor por ação	4,087148

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)