

---

# Governança corporativa no Brasil em perspectiva

---

Antonio Gledson de Carvalho

Recentemente, governança corporativa ou governança empresarial tem sido um tópico de grande destaque, tanto em trabalhos acadêmicos quanto na imprensa. Os fracos mecanismos de governança têm sido apontados como uma das causas do baixo desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Neste artigo, faz-se uma revisão do assunto, procurando mostrar sua evolução no Brasil.

Este trabalho está organizado da seguinte forma: na primeira seção, discute-se o conceito de governança; em seguida, aborda-se a sua relevância social; na terceira, faz-se um breve histórico do tópico no Brasil, mostrando por que apenas recentemente ele alcançou projeção; na quarta, comenta-se as reformas e iniciativas recentes; e, na quinta, discute-se a conveniência da abertura de capital. Finalmente, na última seção, discute-se a conveniência da governança.

## O QUE É GOVERNANÇA

De maneira bastante genérica, governança corporativa (ou governança empresarial) pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os **problemas de agência**.

O problema de agência (ou problema agente-principal) aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada **principal**) depende das decisões tomadas por outra (denominada **agente**). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente (referido como *moral hazard* ou oportunismo).

Em uma empresa, o controle (agente) deve ser, supostamente, guardião dos interesses de determinados grupos (principais). Em alguns casos, o controle deve preservar apenas os interesses dos acionistas. Em outros casos, como por exemplo na Alemanha, a legislação prevê que também os interesses de outros grupos, como trabalhadores, sejam considerados. Governança corporativa é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo.

Recebido em 10/agosto/2001  
Aprovado em 08/novembro/2001

---

Antonio Gledson de Carvalho, Mestre em Economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo (USP), Mestre em Matemática e Doutor em Economia pela Universidade de Illinois, é Professor Doutor no Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, Brasil.  
E-mail: gledson@usp.br

Muito da literatura sobre governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser feita em benefício deles. O predomínio, por décadas, da visão descrita em Berle & Means (1932), segundo a qual as grandes empresas modernas possuem propriedade acionária dispersa, moldou o debate sobre governança corporativa: o grande problema de agência era visto como o conflito entre administradores (agentes) e acionistas (principais). O oportunismo consistiria de decisões dos administradores que não visassem à maximização do valor das ações. Dentro desse paradigma, boa governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não-acionistas) a proteger os interesses dos acionistas<sup>(1)</sup>.

Entretanto, uma série recente de estudos (mais notadamente de La Porta *et al.*, 1997) tem demonstrado que o paradigma de Berle & Means (1932) é uma exceção restrita aos Estados Unidos e à Grã-Bretanha. Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Em tal situação, há mudança no paradigma de governança corporativa: a boa governança não mais consiste em proteger o interesse dos acionistas<sup>(2)</sup>, mas em evitar que os acionistas controladores expropriem os minoritários.

Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se considera. A seguir, elabora-se uma definição de governança corporativa baseada em objetivos sociais.

## RELEVÂNCIA SOCIAL

Na medida em que um problema de governança empresarial é considerado sob a ótica de justiça distributiva entre duas partes privadas, existe pouco interesse público acerca de como a questão é resolvida. No entanto, há um aspecto que torna o problema de interesse público.

Um dos traços distintivos das economias modernas é a separação entre empreendedores e fornecedores de capital: as **cabeças** com bons projetos e capacidade para geri-los não são, necessariamente, aquelas que possuem recursos para implementá-los. Desse modo, impõe-se a necessidade de um sistema de intermediação entre empreendedores e detentores de recursos: o sistema financeiro.

Por muito tempo, os economistas deram pouca atenção à configuração do sistema financeiro. Acreditava-se que os recursos fluíam naturalmente dos poupadores para os projetos mais produtivos. Essa percepção vem sendo alterada ao longo das últimas décadas com o surgimento de vários argumentos, tanto de natureza teórica quanto empírica (Levine, 1997, apresenta uma boa resenha sobre o assunto). Hoje,

sabe-se que os problemas de assimetria de informação existentes entre empreendedores e investidores muitas vezes inviabilizam o financiamento de projetos altamente produtivos. Os empreendedores possuem muito mais informação sobre o potencial e o desempenho dos projetos do que as partes financiadoras. Contrariamente ao que se imaginava, quando os problemas informacionais são críticos, os recursos podem ser direcionados a projetos menos produtivos, porém com poucos problemas informacionais. Ao longo desse processo, muito do potencial de crescimento de uma nação é desperdiçado. Dentre vários estudos, cabe mencionar os de King & Levine (1993) e Levine & Zervos (1998) que mostram que os níveis de desenvolvimento de intermediários financeiros e do mercado acionário afetam a taxa de crescimento dos países. Esses trabalhos acadêmicos vêm moldando a percepção dos governos<sup>(3)</sup>, que passam a ver no desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais um mecanismo para a promoção do crescimento econômico.

Complementarmente, outra linha de pesquisa iniciada nos anos 1990 mostra que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários (credores e acionistas) (La Porta *et al.*, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1998 e 1999; e Gleaser, Johnson & Shleifer, 2001). Essas pesquisas têm sido complementadas com trabalhos teóricos como, por exemplo, o de Shleifer & Wolfenzon (2000) que mostra como a prática generalizada de expropriação de investidores minoritários acaba por inviabilizar o mercado de capitais como mecanismo de financiamento para as empresas. A compreensão desses trabalhos passa pelo esclarecimento da relação entre proteção de minoritários e desenvolvimento financeiro.

Os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações das empresas, isto é, da possibilidade de os investidores negociarem volumes expressivos de ações sem que, com isso, alterem significativamente o preço delas. Ações com baixa liquidez devem oferecer aos investidores um prêmio que as torne atrativas (menor preço). Desse modo, a baixa liquidez reflete-se em baixa avaliação de mercado (ou, equivalentemente, alto custo de capital), desestimulando a empresa a captar recursos no mercado. Como a liquidez depende muito do número de participantes do mercado, a presença de investidores minoritários constitui condição importante para o desenvolvimento de um mercado líquido de negociação de papéis emitidos por empresas. Por outro lado, a pequena parcela do fluxo de caixa gerado pela empresa sobre a qual o minoritário tem direito determina que sejam baixos os custos para que os minoritários tenham seus direitos assegurados. Do contrário, o minoritário preferirá aplicar seus recursos em investimentos mais seguros. Portanto, a

participação de minoritários está condicionada à eficácia da proteção aos seus direitos (regras claras, transparência de informação e *enforcement*).

O raciocínio acima também se estende ao caso dos credores. Em especial, assinala-se que os interesses dos credores são feridos quando a empresa se encontra em dificuldades. A pouca proteção, ou mesmo a demora que os credores possam ter em fazer com que seus direitos sejam obedecidos, faz com que muito do valor residual ao qual têm direito se perca. A pouca proteção legal aos credores torna o crédito caro, podendo até o inviabilizar.

Vale notar que não basta apenas algumas empresas, individualmente, atenderem aos quesitos de proteção demandados pelos minoritários. Dado o custo elevado de obtenção de informação para cada empresa e, portanto, de distinguir entre empresas individuais, há o risco de que o comportamento oportunista e inadequado de algumas empresas afete a percepção tida pelo mercado sobre as demais. É por essa razão que as relações privadas entre investidores minoritários e empresas adquirem relevância social. Em vista disso, o aumento de proteção a minoritários, bem como a melhoria das condições sob as quais eles tomam decisões têm sido vistos como mecanismos para a promoção do desenvolvimento financeiro e econômico.

Essa percepção molda o conceito de governança corporativa que se usará ao longo deste trabalho: governança corporativa consiste no conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos (essa é a mesma definição adotada em Shleifer & Vishny, 1997). Algumas observações são, no entanto, necessárias:

- o conceito de governança empresarial aqui usado é apenas um dos conceitos existentes. Para uma discussão sobre esse ponto ver Rajan & Zingales (2000);
- boa governança inclui também regras de proteção a credores e não somente a acionistas minoritários;
- nem todos os problemas de governança empresarial apresentam a mesma relevância. A pouca transparência em empresas de capital aberto pode afugentar os minoritários e inviabilizar o mercado acionário. Entretanto, em algumas empresas a pouca transparência pode ser um condicionante para o sucesso (como, por exemplo, quando a empresa possui opções de investimentos altamente confidenciais)<sup>(4)</sup>.

## GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

### Comparações internacionais

A proteção dada a acionistas minoritários e credores é composta por três elementos: conjunto de regras/leis

(governança corporativa); disponibilidade de fluxo contínuo de informações relevantes que permita aos minoritários e credores avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*); e potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*). A seguir, apresenta-se alguns dados comparando a proteção aos investidores no Brasil com a que ocorre em outros países.

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

- base legal para que os acionistas votem em assembléias por meio de procurações;
- direito de representação proporcional no Conselho de Administração;
- direito de redimir ações pelo valor patrimonial quando certas decisões fundamentais — fusão, mudança de estatutos etc. — são tomadas (direito de recesso);
- direito de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido;
- porcentagem do capital necessário para convocar uma assembléia extraordinária (soma-se um ponto quando esse percentual é menor do que 10%).

A tabela 1 mostra esse índice para 48 países. O Brasil obtém três pontos. África do Sul, Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Paquistão e Reino Unido obtêm cinco pontos. Ressalta-se, no entanto, que o índice em questão é arbitrário, atendo-se apenas a aspectos relativos aos mecanismos de votação. Como no caso brasileiro a maior parte das ações não carrega direito de voto, tal índice superestima a proteção a minoritários no Brasil.

La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998) também desenvolveram um índice de proteção aos credores. Esse índice é um número inteiro entre zero e quatro e é construído pela soma de um ponto cada vez que um dos quatro critérios a seguir são obedecidos:

- restrições para que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em caso de concordata;
- em caso de falência, as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses (tributos, dívidas trabalhistas etc.);
- existência de restrição para entrar em concordata (tal como permissão dos credores);
- interventor indicado por um tribunal como responsável pela administração da firma concordatária.

Na tabela 2 consta esse índice para 47 países. O Brasil também apresenta fraco desempenho nesse critério, somando apenas um ponto (32 países apresentam desempenho superior ao do Brasil).

**Tabela 1**  
**Direitos dos Acionistas no Mundo**

País	Procuração pelo correio	Ações não são bloqueadas antes das assembleias	Representação proporcional	Minoria oprimida	Direito de subscrever novas emissões	Capital para convocar assembleia extraordinária (%)	Índice de direitos anticontrolador
África do Sul	1	1	0	1	1	0,05	5
Canadá	1	1	1	1	0	0,05	5
Chile	0	1	1	1	1	0,10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	0,10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	0,10	5
Índia	0	1	1	1	1	0,10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	0,10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	0,10	5
Argentina	0	0	1	1	1	0,05	4
Austrália	1	1	0	1	0	0,05	4
Cingapura	0	1	0	1	1	0,10	4
Espanha	0	0	1	1	1	0,05	4
Irlanda	0	1	0	1	1	0,10	4
Japão	0	1	1	1	0	0,03	4
Malásia	0	1	0	1	1	0,10	4
Noruega	1	1	0	0	1	0,10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	0,05	4
Brasil	0	1	0	1	0	0,05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	0,25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	0,10	3
Israel	0	1	0	1	0	0,10	3
Nigéria	0	1	0	1	0	0,10	3
Peru	0	1	1	0	1	0,20	3
Portugal	0	1	0	0	1	0,05	3
Quênia	0	1	0	1	0	0,10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	0,10	3
Suécia	0	1	0	0	1	0,10	3
Taiwan	0	0	1	1	0	0,03	3
Zimbábue	0	1	0	1	0	0,05	3
Áustria	0	0	0	0	1	0,05	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	0,05	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	0,10	2
Egito	0	1	0	0	0	0,10	2
Equador	0	1	0	0	1	0,25	2
Grécia	0	0	0	0	1	0,05	2
Holanda	0	0	0	0	1	0,10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	0,10	2
Suíça	0	0	0	0	1	0,10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	0,20	2
Turquia	0	1	0	0	0	0,10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	0,20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	0,05	1
Itália	0	0	0	0	1	0,20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	0,25	1
México	0	0	0	0	1	0,33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	0,20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	0,20	0

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

**Tabela 2**  
**Direitos dos Credores no Mundo**

País	Cerceamento do direito à firma de reter ativos quando em concordata	Senioridade dos credores assegurada em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos credores
Cingapura	1	1	1	1	4
Egito	1	1	1	1	4
Equador	1	1	1	1	4
Hong Kong	1	1	1	1	4
Índia	1	1	1	1	4
Indonésia	1	1	1	1	4
Israel	1	1	1	1	4
Malásia	1	1	1	1	4
Nigéria	1	1	1	1	4
Paquistão	1	1	1	1	4
Quênia	1	1	1	1	4
Reino Unido	1	1	1	1	4
Zimbabué	1	1	1	1	4
África do Sul	0	1	1	1	3
Alemanha	1	1	1	0	3
Áustria	1	1	1	0	3
Coréia do Sul	1	1	0	1	3
Dinamarca	1	1	1	0	3
Nova Zelândia	1	0	1	1	3
Sri Lanka	1	0	1	1	3
Tailândia	1	1	0	1	3
Bélgica	1	1	0	0	2
Chile	0	1	1	0	2
Espanha	1	1	0	0	2
Holanda	0	1	1	0	2
Itália	0	1	1	0	2
Japão	0	1	0	1	2
Noruega	0	1	1	0	2
Suécia	0	1	1	0	2
Taiwan	1	1	0	0	2
Turquia	0	1	1	0	2
Uruguai	0	1	0	1	2
Argentina	0	1	0	0	1
Austrália	0	1	0	0	1
Brasil	0	0	1	0	1
Canadá	0	1	0	0	1
Estados Unidos	0	1	0	0	1
Finlândia	0	1	0	0	1
Grécia	0	0	0	1	1
Irlanda	0	1	0	0	1
Portugal	0	1	0	0	1
Suíça	0	1	0	0	1
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
França	0	0	0	0	0
México	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

A proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (*disclosure*). A tabela 3 contém o índice de qualidade dos padrões contábeis produzido pelo *Center for International Financial Analysis & Research*, que serve como medida de *disclosure*. Esse índice se baseia na omissão ou na inclusão em demonstrativos financeiros e relatórios de 90 itens considerados importantes (o índice tem por base 1990). A maior nota é obtida pela Suécia (83 pontos), seguida por Reino Unido e Cingapura (78), Finlândia (77), Malásia (76) e Austrália (75). O Brasil obtém 54 pontos, ficando na frente apenas de Chile (52), Turquia (51), Colômbia (50), Argentina (45), Venezuela (40), Peru (38), Portugal (36), Uruguai (31) e Egito (24). Esses dados mostram que a qualidade dos padrões contábeis (*disclosure*) adotados no Brasil é bastante baixa.

**Tabela 3**  
**Padrões Contábeis no Mundo**  
**(Nota Máxima: 90 Pontos)**

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

**Observação:** Esse índice foi criado com o exame dos demonstrativos financeiros e publicações das empresas em 1990. O número de pontos é determinado pela inclusão ou omissão de 90 itens. Fonte primária: *International Accounting and Auditing Trends, Center for International Financial Analysis & Research*.

**Fonte:** La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

Quanto à qualidade do *enforcement*, considera-se dois indicadores. O primeiro é a avaliação da eficiência e da

integridade do sistema judiciário, particularmente com respeito a empresas estrangeiras, feita pela *Business International Corporation*. Esse índice, reportado na tabela 4, assume valores entre zero e dez e representa a média entre 1980 e 1983. O Brasil obtém 5,75, nota superior apenas às obtidas por Portugal (5,5), Paquistão (5), Filipinas (4,75), Turquia (4), Tailândia (3,25) e Indonésia (2,5).

**Tabela 4**  
**Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo**  
**(Escala: 0 a 10)**

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

**Observação:** Avaliação da eficiência e da integridade do sistema judiciário, particularmente com respeito a empresas estrangeiras (médias entre 1980 e 1983). Fonte primária: *Business International Corporation*.

**Fonte:** La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

O segundo indicador é a avaliação da corrupção no governo, produzido pelo *International Country Risk Guide* (tabela 5). Tal índice também assume valores entre zero e dez e baseia-se nas médias dos meses de abril e outubro entre 1982 e 1995. O Brasil obtém a nota 6,35 contra uma mediana de 7,27.

**Tabela 5**  
**Corrupção no Mundo**  
**(Escala: 0 a 10)**

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

**Observação:** Avaliação da corrupção no governo: baixas notas indicam que funcionários do governo provavelmente demandam pagamentos especiais. Médias dos meses de abril e outubro entre 1982 e 1995. Fonte primária: *International Risk Country Guide*.

**Fonte:** La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

Esses índices confirmam a percepção de que no Brasil é restrita a possibilidade de os indivíduos recorrerem ao Judiciário ou ao governo para fazer com que seus direitos sejam respeitados.

As evidências apontadas indicam um baixo nível de proteção para investidores minoritários no Brasil e, portanto, um caminho para a promoção do desenvolvimento do mercado financeiro.

## Histórico

### Proteção a acionistas

O estado da governança corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário, que data do início dos anos

1970. Até então o mercado acionário era bastante desregulado. O governo da época tinha a percepção de que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do País e, em vista disso, criou uma legislação e desenhou incentivos para a promoção do mercado de capitais (Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações — Lei das SA). A hipótese básica com a qual se trabalhava era a de que havia falta de compradores, que existia um problema de demanda de papéis. No entanto, como naquele período a questão de governança corporativa ainda era muito malcompreendida (inclusive nos meios acadêmicos), esse tópico não foi muito contemplado.

O modelo brasileiro foi largamente baseado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundo 157). Além do mais, houve a criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão de comprar ações.

A maior parte das empresas era de propriedade de grupos familiares com capacidade limitada de investimento. A emissão de ações acarretaria o risco da perda de controle das empresas, o que consistiria um limite à oferta de ações. Para aliviar tal gargalo, foi introduzida na legislação uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%<sup>(5)</sup>. Isso propiciava (e ainda propicia) a manutenção do controle com apenas 17% do capital. Posteriormente, como a mudança legal introduzida pela Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, procurou-se compensar o direito de voto suprimido com o pagamento de dividendos 10% acima daquele pago às ações ordinárias (ações com direito a voto).

O uso de ações sem direito a voto, por permitir o controle de uma empresa com apenas 17% do capital, constituiu um dos maiores incentivos à expropriação dos minoritários: para cada um real pago em dividendos, o controlador recebe menos de 17 centavos (pois as ações preferenciais recebem 10% a mais do que as ordinárias). Assim, qualquer outra maneira de retirar recursos da empresa, que não dividendos, torna-se muito atraente.

A Comissão de Valores Imobiliários (CVM), entidade autárquica reguladora do mercado de capitais, não foi propriamente desenhada e aparelhada para executar suas funções. Por exemplo, os diretores da CVM não possuíam mandato administrativo (diferentemente de outras agências constituídas mais recentemente), podendo ser exonerados à discrição do Presidente da República. Adicionalmente, a agência não tinha dotação orçamentária própria. Esses fatores tornaram a CVM limitada para cumprir suas funções<sup>(6)</sup>. Um exemplo das limitações da CVM é dado por Rocca & Carvalho (1999) que apontam que em 1998 havia número considerável de companhias abertas que não

tinham enviado as devidas informações anuais (IAN) por um período de três anos (segundo as normas vigentes, todas as empresas devem fornecer essas informações anualmente). Falhas como essa deixam a clara percepção de que a CVM não estava adequadamente aparelhada para exercer suas funções.

Como o *free-float* de ações ordinárias geralmente é muito reduzido (o que não permite geração de liquidez), os minoritários tiveram de concentrar seus *portfolios* em ações preferenciais. Sem direito a voto, esses investidores se tornaram extremamente passivos. Soma-se a isso o fato de as bolsas de valores terem sido pouco ativas nas questões de regulação e proteção a minoritários.

Apenas a partir dos anos 1990, com a falência de algumas companhias abertas, fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança empresarial. A liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados revelou importantes esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trazendo dúvidas sobre a eficácia de auditorias independentes. Similarmente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias empresas evidenciaram a fraca administração e o claro abuso por parte de grupos controladores.

No mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) começaram a participar mais ativamente nos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas como a Perdigão e em empresas privatizadas (como Usiminas, Acesita, Companhia Siderúrgica Nacional, Vale do Rio Doce etc.). O próprio modelo de privatização por meio de leilões influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado. A formação de consórcios popularizou um modelo de controle compartilhado, baseado em um acordo de acionistas, em muitos casos com a participação de investidores institucionais. Os membros do consórcio compartilham os assentos nos conselhos de administração. Essa participação ativa dos investidores institucionais tem modificado sua atitude que, de passiva, passa a ser mais atuante e a demandar melhores padrões de governança corporativa.

Infelizmente, o programa de privatização também teve impacto negativo sobre a governança empresarial. Com o objetivo de viabilizar as privatizações e maximizar o valor do controle das empresas estatais, a Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, retirou as cláusulas de *tag along* e direitos de recasso de minoritários. Essas modificações se mostraram extremamente perversas, uma vez que a tentativa de reintrodução desses direitos pela reforma da Lei das Sociedades por Ações em 2001 fracassou.

À mudança de atitude dos investidores institucionais somam-se alguns fatores extremamente importantes: internacionalização do mercado de capitais brasileiro, com número crescente de empresas acessando o mercado internacional por meio de *American Depositary Receipt*

(ADR's); abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais; e aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional. Tais investidores são bastante seletivos, o que tem forçado algumas empresas a rever o tratamento dado a acionistas minoritários.

Todos esses processos acarretaram demanda crescente de melhora nos padrões de governança empresarial. No final da década de 1990, o debate sobre governança empresarial extrapolou os limites acadêmicos para, finalmente, atingir a grande mídia.

### Proteção a credores

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

Uma das peças centrais para a proteção a credores é a legislação sobre falências e concordatas. No Brasil, a Lei das Falências data de 1945 (período caracterizado pelo populismo e por forte ideologia trabalhista). Essa Lei, imbuída do ideal de promover a recuperação financeira das empresas, acaba por proteger excessivamente os controladores das empresas. Isso se reflete na dificuldade de os credores conseguirem a decretação da falência ou mesmo assumirem o controle da empresa quando ela não honra os seus compromissos. Os processos de concordata e falência podem levar anos para sua conclusão.

O forte populismo predominante nos anos 1940 também influenciou muito nas prioridades dos direitos sobre a massa falida. Os direitos vêm na seguinte ordem:

- indenizações por acidentes de trabalho;
- salários e direitos trabalhistas;
- impostos;
- contribuições;
- despesas e dívidas relacionadas à liquidação;
- dívidas com garantias;
- dívidas sem garantias.

Em virtude do tempo necessário para a liquidação judicial e das prioridades dos direitos sobre a massa falida, as garantias hipotecárias que as empresas podem oferecer aos credores possuem pouco valor. Isso dificulta o fornecimento de crédito e propicia a prática de juros extorsivos.

Correntemente, existe consenso de que a Lei das Falências é inapropriada e que a intenção de promover a recuperação financeira tem servido somente aos interes-

ses dos controladores, ao mesmo tempo em que limita o desenvolvimento do crédito.

## REFORMAS

Desde o final dos anos 1990, governança corporativa tornou-se uma preocupação central para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. Isso pode ser sentido através de várias iniciativas, como o projeto de reformulação da Lei das Sociedades por Ações e a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas. No entanto, ao longo de 2000, foi-se percebendo que as forças reformistas perdiam o momento e o conteúdo da reforma se esvaíava. Prova disso foi o gigantesco número de propostas de emendas (cerca de 200) que, em grande parte, propunham redução nos direitos dos minoritários. O projeto foi finalmente aprovado pela Câmara dos Deputados em 2001 e deixou uma clara percepção de que não se deve esperar que reformas legais modifiquem radicalmente o panorama do mercado de capitais.

A principal falha na tentativa de reformar a Lei das Sociedades por Ações foi ignorar o poder político dos grupos oponentes. Reformas na legislação referente a governança de empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas. Obviamente, a principal frente de oposição é formada pelos grupos que controlam essas empresas, pois o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do controle dessas empresas. A grande dificuldade em viabilizar uma reforma plena reside no elevado poder político dos grupos controladores. Finalmente, deve-se notar que tais dificuldades não são exclusivas ao Brasil. Melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas pela mudança de legislação em qualquer país.

### O novo mercado e os níveis de governança

A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado toma a liderança no processo de promover reformas. Essa iniciativa foi inspirada no Neuer Markt alemão.

O charme da experiência alemã foi perceber que uma reforma legislativa é necessária para modificar as regras referentes às empresas que já abriam seu capital, porém desnecessárias para as novas empresas que abrem o capital. A partir dessa constatação, a Bolsa alemã criou um segmento especial, o Neuer Markt. A empresa que quer

abrir seu capital tem duas opções: entrar para o Neuer Markt ou entrar para algum dos mercados acionários tradicionais. Se optar por algum dos mercados tradicionais, a empresa deve seguir apenas aquilo que está estabelecido na lei. No entanto, para entrar no Neuer Markt a empresa tem de assinar um contrato privado com a Deutsche Börse, que estabelece regras bastante restritivas visando oferecer forte proteção aos acionistas minoritários. Dentre outras, menciona-se: emitir somente ações ordinárias; publicar demonstrativos trimestrais seguindo padrões contábeis internacionais, em inglês e alemão; os controladores não podem vender ações dentro do prazo de seis meses da abertura de capital; submissão a um código de *takeover*; e garantia de liquidez para as ações.

A criação do Neuer Markt não necessitou de reforma da legislação e, portanto, não afetou a situação das empresas já abertas que continuam listadas nos mercados tradicionais com regras de governança empresarial fracas (com isso, evitou-se a oposição política dos grupos controladores). Para as novas empresas, a vantagem de estar no Neuer Markt é ser o preço de suas ações consideravelmente maior. Assim, as empresas direcionam-se ao Neuer Markt e, conseqüentemente, aceitam regras mais restritivas, não porque são obrigadas por lei, mas porque acham vantajoso. O Neuer Markt é um mecanismo que permite a algumas empresas enviar um sinal amigável aos investidores minoritários e, portanto, diferenciar-se das demais.

Uma vantagem crucial desse modelo é a inclusão de uma cláusula contratual prevendo que quaisquer conflitos serão resolvidos por câmaras de arbitragem (uma câmara arbitral funciona como uma Justiça privada — as decisões dessas câmaras têm força de lei e não são passíveis de questionamento no Judiciário). Desse modo, os investidores têm a certeza de que quaisquer recursos serão julgados rapidamente e com a devida competência, livrando-os da tradicional morosidade do Judiciário.

A criação do Novo Mercado tem sido recebida com entusiasmo por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. É importante notar que essa iniciativa marca uma mudança de postura da parte da Bovespa. Como o contrato de adesão ao Novo Mercado é administrado pela Bovespa, essa instituição passa a ser guardiã das práticas de governança corporativa. Isso sugere que, gradualmente, se terá um aumento da prática de auto-regulação que, no limite, reduzirá a sobrecarga da CVM. Essa experiência também demonstra que a participação do governo e do Legislativo nem sempre é essencial e que existe espaço para a atuação do setor privado enquanto promotor do mercado de capitais.

Deve-se notar que o Novo Mercado não requer sistema operacional diferenciado do sistema operacional do mercado tradicional. De fato, o Novo Mercado funciona como um **selo de qualidade** cujo valor reside nas obri-

gações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos.

Reconhecendo que as regras estabelecidas para o Novo Mercado são bastante restritivas e que muitas empresas não terão condições de satisfazê-las, a Bovespa optou pela criação de outros dois novos níveis de governança (denominados Nível 1 e Nível 2). Desse modo, haverá quatro mercados (ou quatro selos): mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As regras para a adesão aos mercados estão descritas a seguir.

### Mercado Nível 1

As regras para a adesão ao Mercado Nível 1 são:

- manutenção em circulação (*free-float*) de 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 revisão especial;
- comprometimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
- disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

### Mercado Nível 2

Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores devem adotar os seguintes critérios:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (U.S. GAAP) ou do *International Accounting Standards Committee* (IASC);
- extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto para ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;

- obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital e cancelamento do registro de negociação nesse nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

### Novo Mercado

#### Prerrequisitos

- Adesão às regras do Novo Mercado por meio de assinatura de contrato entre a empresa e a Bovespa;
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de conflitos societários.

**Atualmente, está bastante definida a noção que a governança corporativa é importante e que os agentes de mercado e autoridades devem empenhar-se para as empresas adotarem boa governança. No entanto, muito do debate existente carece de embasamento sobre qual é o objetivo último das práticas de governança.**

#### Governança corporativa e direitos dos acionistas investidores

- Apenas ações ordinárias;
- Conselho Fiscal com maioria de minoritários;
- obrigatoriedade, quando na venda do controle, de compra das ações dos minoritários nas mesmas condições de negociação do bloco majoritário (*tag along*);
- compromisso de não-emissão de partes beneficiárias;
- mandato unificado para todo o Conselho;
- convocação de Assembleia Geral com antecipação de 15 dias.

#### Entrada no mercado

- Entrada no mercado por meio de uma das seguintes alternativas:
  - colocação primária (IPO) — emissão mínima de R\$ 10 milhões,
  - colocação secundária — emissão mínima de R\$ 10 milhões,
  - listagem com dispersão acionária (companhias já registradas na Bovespa) — mínimo de mil acionistas;

- 25% do capital social, no mínimo, têm de estar disponibilizados no mercado (*free-float*);
- colocação com dispersão — em distribuições públicas, procurar alcançar dispersão acionária por meio de uma das seguintes formas de colocação:
  - garantia de acesso a todos os interessados em subscrever,
  - tranche de varejo de 10% da operação (pessoas físicas),
  - via coordenador — rede de distribuição própria,
  - através de parcela distribuída pelas corretoras e centralizada pela Bovespa;
- período de proibição de venda por parte dos majoritários (*lock up*):
  - nos primeiros seis meses — *lock up* de 100%,
  - no período de seis a 12 meses — *lock up* de 60%.

### Disclosure

- Demonstrações contábeis conforme padrão U.S. GAAP (em inglês e em dólares americanos) ou IASC (em inglês e em dólares americanos ou euros);
- prospecto/*business plan*:
  - prospecto segundo padrões reconhecidos, inclusive internacionalmente, com plena divulgação,
  - no caso de empresas sem histórico, apresentação do *business plan*;
- dever de informar:
  - *self-dealing* — obrigatoriedade de administradores e controladores informarem atos e contratos entre empresas do mesmo grupo,
  - *insider trading* (informação privilegiada),
  - adoção e divulgação obrigatória da política de autorregulação, segundo a Instrução CVM nº 31,
  - obrigatoriedade de administradores e controladores informarem todas as operações com ações da empresa e seus derivativos (em bases mensais);
- balanço trimestral — ITR:
  - ITR deve ser apresentado 30 dias após o encerramento do trimestre (hoje 45 ou 60 dias),
  - com revisão especial (hoje só empresas grandes),
  - demonstrações consolidadas (hoje só anual),
  - posições acionárias acima de 5%,
  - posições acionárias, independentemente de porcentual, dos administradores e controladores;
- balanço anual e assembleia geral ordinária:
  - incluindo demonstrativo de fluxo de caixa,
  - prazo de realização da Assembleia Geral Ordinária até 90 dias depois do encerramento do exercício (portanto, balanço disponível até 60 dias depois do encerramento do exercício);
- reunião pública com analistas pelo menos uma vez por ano;
- calendário anual de eventos corporativos — divulgação até o final do mês de janeiro, mantendo-o atualizado.

### CUSTOS E BENEFÍCIOS DA ABERTURA DE CAPITAL: PARA QUEM É O NOVO MERCADO?

Partindo da premissa de que o pouco desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil se deve a razões estruturais<sup>(7)</sup> e que a reforma da Lei das Sociedades de Ações (votada em 2001) foi insuficiente para promover o mercado de capitais, a grande opção que se apresenta é o mecanismo de adesão voluntária estabelecido pelo Novo Mercado. No entanto, deve-se considerar que o Novo Mercado apresenta requisitos bastante restritivos. Assim, esse mercado exclui parcela significativa das empresas nacionais. Para cada empresa, a conveniência da adesão depende do balanço entre custo e benefícios. Na literatura são encontrados os benefícios e custos da abertura de capital descritos a seguir (para uma revisão do assunto, ver Pagano, Panetta & Zingales, 1998).

#### Benefícios

- **Maior facilidade para a obtenção de fundos** — uma das principais vantagens da abertura de capital é o acesso a fontes de fundos que não bancos. Empresas necessitando de grandes volumes de fundos podem estar sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito. A emissão de ações pode aliviar tais restrições.
- **Liquidez** — as ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que desejam fazer transações em curtos períodos. Liquidez para acionistas a baixos custos proporciona maiores preços para as ações da empresa e, conseqüentemente, menor custo de capital.
- **Aumento do poder de barganha com bancos** — um problema enfrentado pelas empresas com os bancos é que eles podem obter vantagens (altas taxas de juros) devido à informação privilegiada que têm acerca da qualidade creditícia de seus clientes (ver Rajan, 1992). Por meio da disseminação de informação para o mercado em geral, as empresas atraem competição para seus credores, assegurando menor custo de capital e maiores volumes de recursos.
- **Diversificação de *portfolio*** — a decisão de abrir o capital permite que os acionistas originais da empresa diversifiquem seus *portfolios* que, em geral, são fortemente carregados na empresa que detêm. Isso pode ser obtido de dois modos: venda direta de ações ou indiretamente. Na segunda opção, a empresa levanta fundos por meio da emissão de ações e, posteriormente, diversifica seu risco comprando ações de outras empresas.

- **Troca de controle** — abrir o capital pode ser o primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma empresa. A venda de parcela inicial das ações de uma empresa pode aumentar o valor de venda do bloco restante de ações.

### Custos da abertura

- **Underpricing** — um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital é que o lote de ações inicialmente distribuídas precisa ser ofertado a um preço, em média, inferior ao preço de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada, isto é, as ações geralmente são vendidas com um desconto. Esse fenômeno (denominado *underpricing*) tem sido constatado em vários países (ver Ritter, 1997). Várias teorias sugerem que o *underpricing* é natural, pois os agentes que vendem as ações possuem informação superior à dos investidores que as compram. Assim, o *underpricing* aparece como um prêmio que os investidores com informação inferior exigem para transacionar com os agentes com informação superior. O *underpricing* é um fenômeno relacionado à distribuição inicial das ações e, portanto, depende da eficiência da indústria de *underwriting* e do nível de incerteza referente às empresas emissoras. Empresas maiores e mais antigas beneficiam-se de um menor *underpricing*.
- **Despesas administrativas com a abertura de capital** — além do *underpricing* inicial, a abertura de capital implica alguns custos diretos, como despesas administrativas do *underwriter* com a preparação da emissão (prospectos, *roadshow* etc.), comissão de distribuição do *underwriter*, taxas de registro em bolsas, taxas de registro na CVM etc. Muitas dessas despesas não crescem proporcionalmente ao valor da emissão inicial e, portanto, pesam relativamente mais para as pequenas e médias empresas.
- **Custos diretos com disclosure** — os padrões contábeis exigidos pelo Novo Mercado (balanços trimestrais consolidados e com revisão especial, posições acionárias, demonstrativos de fluxo de caixa etc.) impõem custos significativamente maiores para as empresas.
- **Custos indiretos com disclosure** — perda de confidencialidade — divulgação de informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa, como informações sobre projetos de pesquisa e desenvolvimento, estratégias futuras de *marketing*; possibilidade de maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo as possibilidades de evasão fiscal. Este último fator parece ser bastante importante

dado o notório grau de informalidade existente (ver Rocca & Carvalho, 1999).

- **Custos do controlador** — por oferecer grande proteção aos acionistas minoritários, o Novo Mercado reduz as possibilidades que os controladores têm de extrair benefícios privados (outros que não os dividendos) das empresas. Isso representa redução no valor de controle da empresa.

A conveniência de adesão ao Novo Mercado depende da fase do ciclo econômico e da relação entre custos e benefícios. Na fase ascendente do ciclo, o custo de oportunidade de não implementar projetos novos por falta de fundos é muito mais alto do que na fase descendente do ciclo. Com relação aos custos e benefícios, deve-se ressaltar que para algumas empresas, dadas as atuais regras, os benefícios jamais compensarão os custos. Exemplos são as empresas cujos setores se caracterizam pela informalidade e setores com projetos de alta confidencialidade. Para algumas outras empresas a decisão de abrir o capital pode ser uma questão de tempo (na espera de que alguns projetos tenham seu potencial definido ou a sua confidencialidade perca a importância). Para outras, a abertura de capital é inviável (basta notar que mesmo nos Estados Unidos, onde o mercado de capitais é extremamente favorável, número considerável de empresas opta por não abrir o capital).

### A CONVENIÊNCIA DA GOVERNANÇA: QUAIS SÃO AS BOAS REGRAS?

Atualmente, está bastante difundida a noção que a governança corporativa é importante e que os agentes de mercado e autoridades devem empenhar-se para as empresas adotarem boa governança. No entanto, muito do debate existente carece de embasamento sobre qual é o objetivo último das práticas de governança. Neste tópico, argumenta-se que as boas práticas dependem dos particulares conflitos de agência existentes.

Argumentou-se anteriormente que governança é importante para garantir a eficiência na alocação de investimentos da economia. Com base nesse princípio, definiu-se governança corporativa como os mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos. Seguindo esse raciocínio, deve-se concluir que as boas regras de governança dependem dos investidores e instrumentos financeiros considerados. Isso pode ser clarificado com alguns exemplos, abordados a seguir.

- **Caso 1** — suponha uma empresa que possui apenas um acionista com recursos suficientes para fazer o aporte de capital próprio que ela necessita. Assim, a empresa

necessitará apenas de capital na forma de empréstimos. Se essa empresa tiver porte e reputação poderá recorrer a uma emissão de debêntures. Nesse caso, a boa governança consistirá de um conjunto de regras que assegure, a grande número de pequenos debenturistas com pouca capacidade de monitoração, o retorno sobre as debêntures. Se, por outro lado, se tratar de uma empresa sem estofo para alcançar o mercado de debêntures, a boa governança consistirá de regras que permitam a um intermediário financeiro (por exemplo, um banco) assegurar-se do retorno sobre seu investimento (empréstimos).

- **Caso 2** — suponha uma empresa criada para desenvolver um produto baseado em uma tecnologia ainda a ser desenvolvida. Essa empresa não será candidata a financiamento de qualquer tipo, principalmente pelo fato de não ter colateral ou qualquer garantia que possa ser oferecida aos credores. Portanto, as necessidades de capital dessa empresa deverão ser supridas com capital próprio. Se a escala eficiente exigir investimento maior do que a riqueza de seu fundador, essa empresa deverá recorrer a um investidor de *venture capital*. Por conta disso, as regras de governança deverão ser bastante diferentes daquelas do Caso 1. Os investidores de *venture capital* querem ter a certeza de que o empreendedor realmente acredita na viabilidade técnica/comercial do produto a ser desenvolvido e, por isso, exigirão que ele aporte capital (mesmo que, para tanto, tenha de endividar-se). Adicionalmente, incluirão uma cláusula estabelecendo que, em caso de fracasso, os investidores de *venture capital* terão prioridade sobre a massa falida. Tais investidores também querem ter a certeza de que

todos os funcionários da empresa estarão absolutamente empenhados em promover o sucesso do empreendimento. Em geral, isso é atingido por meio de programas de opção de ações juntamente com reduzidos salários fixos (se a empresa é malsucedida, as opções nada valem, se é bem-sucedida, valem muito). O mecanismo de opção de ações faz com que os funcionários da empresa dividam os riscos com os investidores. Também são bastante comuns as cláusulas que permitem aos investidores de *venture capital* trocar a administração da empresa (mesmo que o empreendedor/fundador possua mais de 50% do capital da empresa)<sup>(8)</sup>.

- **Caso 3** — suponha uma empresa madura de grande porte que necessite de volume significativo de capital próprio para expansão. Provavelmente essa empresa precisará recorrer a uma emissão de ações. Assim, as regras de governança apropriadas são aquelas necessárias para a proteção aos acionistas minoritários: boas práticas contábeis que permitam a aferição acurada dos resultados da empresa, conselho fiscal com representantes indicados por minoritários, regras para a distribuição dos resultados, *tag along* etc.

Através dos exemplos citados procura-se mostrar que as boas regras de governança corporativa dependem das características da empresa, da natureza do contrato financeiro por meio do qual o aporte de capital é feito, dos objetivos da entidade financiadora etc. Portanto, as políticas que visem uniformizar as regras de governança sem considerar as diferenças entre as empresas podem criar distorções. ♦

## NOTAS

- (1) Quando o controle acionário é disperso, torna-se bastante difícil/custoso a troca de controle da empresa. Assim, o oportunismo por parte dos administradores nem sempre acarreta a sua troca.
- (2) Até mesmo porque passam a existir conflitos entre os interesses de grupos de acionistas.
- (3) Um forte exemplo foi o pronunciamento do presidente do *Federal Reserve* (FED), banco central norte-americano, que atribuiu ao desempenho do sistema financeiro norte-americano as altas taxas de crescimento registradas nos anos 1990.
- (4) Nesse último caso, a empresa deve evitar o mercado de capitais como fonte de financiamento.
- (5) As companhias cujo controle pertencia a acionistas estrangeiros estavam limitadas a ter somente ações ordinárias (*one share, one vote*).
- (6) A reforma na lei societária, aprovada na Câmara dos Deputados em março de 2001, dá mandato à diretoria da CVM, bem como a dota com orçamento próprio.
- (7) Isso não significa que fatores conjunturais, como elevadas taxas de juros e instabilidade macroeconômica, não tenham seu efeito. A esse respeito ver Carvalho (2000).
- (8) Uma descrição do modelo de governança predominante nos investimentos de *venture capital* pode ser encontrada em Sahlman (1990).

RESUMO

Neste artigo, revê-se o tópico de governança corporativa no Brasil. Discute-se as várias maneiras como a governança pode ser definida e a sua relevância social. Apresenta-se dados comparando os padrões brasileiros com os de outros países e discute-se as razões históricas para o seu atraso no Brasil. Discute-se, também, as reformas que vêm sendo promovidas e a relatividade das regras de boa governança.

**Palavras-chave:** governança corporativa, Lei das Sociedades por Ações (SA).

ABSTRACT

In this paper, the topic of corporate governance is reviewed in Brazil. The several ways as the governance can be defined and its social relevance are discussed. Data comparing the Brazilian patterns with another countries' are presented and the historical reasons for its delay in Brazil are discussed. The presently promoted reforms and the relativity of the rules of good governance are also discussed.

**Uniterms:** corporate governance, corporate law.

RESUMEN

En este artículo, se revisa el tópico gobierno corporativo en Brasil. Se estudian las diferentes maneras de definir dicho gobierno y su relevancia social. Se presentan datos para comparar los modelos brasileños con los de otros países y se discuten las razones históricas de su retraso en Brasil. Asimismo, se colocan en pauta las reformas que se están fomentando y la relatividad de las reglas del buen gobierno.

**Palabras clave:** gobierno corporativo, ley de las sociedades por acciones.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.
- CARVALHO, A. Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, v.4, n.3, p.595-632, jul./set. 2000.
- GLEASER, E.; JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. Coase versus the coasians. *Quarterly Journal of Economics*, v.116, n.3, p.853-899, Ago. 2001.
- KING, R.; LEVINE, R. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, v.108, n.3, p.717-738, Ago. 1993.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v.106, n.6, p.1113-1155, Dec. 1998.
- \_\_\_\_\_. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v.54, n.2, p.717-738, Apr. 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v.52, n.3, p.1131-1150, July 1997.
- LEVINE, R. Financial development and economic growth, views and agenda. *Journal of Economic Literature*, p.688-726, July 1997.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, v.88, n.3, p.537-558, June 1998.
- PAGANO, M.; PANETTA, L.; ZINGALEZ, L. Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, v.53, n.1, p.27-64, 1998.
- RAJAN, R. Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt. *Journal of Finance*, v.47, n.4, p.1367-1400, Sep. 1992.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. The governance of the new enterprise. *NBER Working Paper Series 7958*, Cambridge, MA, 2000.
- RITTER, J. Initial public offerings. In: LOGUE, Dennis; SEWARD, James (Eds.). *Warren Gorham & Lamont handbook of modern finance*. New York: Rai, 1997.
- ROCCA, C.A.; CARVALHO, A.G. de. *Mercado de capitais e o financiamento das empresas abertas*. São Paulo: FIPE/ABRASCA, 1999. Relatório de Pesquisa.
- SAHLMAN, W. The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, v.27, n.2, p.473-524, Oct. 1990.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v.52, n.2, p.737-783, June 1997.
- SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. Investor protection and equity markets. *NBER Working Paper Series 7974*, Cambridge, MA, 2000.