

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

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O CONFLITO DE AGÊNCIA

LUANA PAES LOUREIRO RIBEIRO

RIO DE JANEIRO

2008

LUANA PAES LOUREIRO RIBEIRO

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O CONFLITO DE AGÊNCIA

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

Orientador: Prof. João Marcelo de Lima Assafim

RIO DE JANEIRO

2008

Ribeiro, Luana Paes Loureiro.

A Governança Corporativa no Brasil e o Conflito de Agência / Luana Paes Loureiro Ribeiro. – 2008.

71 f.

Orientador: João Marcelo de Lima Assafim.

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

Bibliografia: f. 61-65.

1. Sociedades anônimas - Monografias. 2. Governança corporativa. I. Ribeiro, Luana Paes Loureiro. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. Faculdade de Direito. III. A Governança Corporativa no Brasil e o Conflito de Agência.

CDD 342.225

LUANA PAES LOUREIRO RIBEIRO

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O CONFLITO DE AGÊNCIA

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

Data de aprovação: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

Banca Examinadora:

---

Prof. João Marcelo de Lima Assafim – Orientador

---

Prof.

---

Prof.

A meus pais, a meus irmãos, à Dinda e  
ao Dedeco, por todo o amor e carinho.

## **AGRADECIMENTOS**

A meus amigos, que sempre estiverem ao meu lado, torcendo por mim, especialmente à Marcia, com quem pude dividir muitos momentos ao longo desses cinco anos.

A meus companheiros de trabalho, por todo apoio, especialmente a meus chefes Guilherme Vieira, Bruno Werneck e Francisco Rohan, pelos ensinamentos diários.

## RESUMO

RIBEIRO, Luana Paes Loureiro. *A Governança Corporativa no Brasil e o Conflito de Agência*. 2008. 71 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

A presente monografia visa analisar o instituto da governança corporativa como o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho das companhias e proteger os interesses dos investidores. Para melhor compreensão do tema, a primeira parte do trabalho volta-se à análise histórica de seu surgimento e desenvolvimento, a fim de se estabelecer as bases da governança corporativa e as diferenças inerentes a cada mercado. Na segunda parte são estudados os princípios da governança corporativa e o papel dos órgãos sociais na implementação de tais práticas. Em seguida, o estudo dedica-se à análise da contribuição dos diversos órgãos estatais e para-estatais na implementação da governança no Brasil e suas políticas de fomento. Por fim, nos dedicamos à análise da aplicação da governança corporativa no âmbito do mercado mobiliário brasileiro, levando-se em consideração as peculiaridades desse mercado, tendo em vista a diversa manifestação do chamado conflito de agência, origem da governança.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Conflito de Agência.

## ABSTRACT

RIBEIRO, Luana Paes Loureiro. *A Governança Corporativa no Brasil e o Conflito de Agência*. 2008. 71 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

This monograph aims to analyze the institute of corporate governance as a nexus of practices with the purpose to improve the company's performance and to protect the investors' interests. For better understanding of the subject, the first part back to the historical analysis of its appearance and development, in order to establish the basis of the corporate governance and the differences related to each market. In the second part the subject of the study is the corporate governance principles and the role of corporate bodies on the implementation of such practices. Then the study is dedicated to the analysis of the contribution of the various governmental and non-governmental bodies on the implementation of the corporate governance in Brazil and its practices. Finally, we dedicate ourselves to the analysis of the implementation of the corporate governance in the context of the Brazilian stock market, taking into consideration the peculiarities of such market, and considering the different manifestation of the called agency conflict, the origin of the corporate governance.

Keywords: Corporate Governance; Agency Conflict.

## 1 INTRODUÇÃO

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia, protegendo os interesses de suas partes relacionadas, dentre as quais podemos citar os investidores, empregados e credores<sup>1</sup>. As boas práticas de governança corporativa visam a aumentar o valor da sociedade através de um esforço contínuo e organizado de acionistas e executivos no sentido de obter o melhor alinhamento de interesses possível. Para que o controle da propriedade sobre a gestão seja assegurado, uma companhia deve adotar como linhas mestras a transparência (*disclosure*), a prestação de contas (*accountability*) a equidade (*equity*) e a responsabilidade corporativa (*responsibility*), sendo o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal as principais ferramentas deste controle<sup>2</sup>.

O estudo da governança corporativa trata do conjunto de instrumentos de natureza pública e privada, tais como leis, atos normativos de empresas reguladoras e regulamentos internos das companhias, que organizam a relação entre todos os agentes envolvidos na empresa. Dessa forma, busca-se aumentar o valor da companhia, viabilizando a redução do custo de seu capital e aumentando, assim, sua capitalização no mercado de capitais.

Vista como um dos principais desafios da moderna gestão empresarial no Brasil e no mundo, a governança corporativa surge para superar o chamado “conflito de agência”, resultado do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão da empresa, onde nem sempre os interesses daqueles que detêm a propriedade estão alinhados com os interesses daqueles que a administram. Assim, a governança corporativa aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de interesses e informações entre administradores e proprietários, e garantir uma gestão estratégica por meio de uma efetiva monitoração da direção executiva.

---

<sup>1</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>2</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

O tema ganha importância em razão de os investidores preferirem aplicar seus recursos em empresas que adotam princípios de ética, transparência, equidade e responsabilidade na gestão de seus negócios. A adoção de boas práticas de governança corporativa permite que os investidores se resguardem contra indivíduos que têm o poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia, protegendo seus investimentos, além de determinar o nível e a forma de atuação de cada um dentro da empresa.<sup>3</sup>

Para os investidores, quanto maior for sua percepção de confiança e segurança em relação à empresa, maior será sua predisposição em direcionar recursos para participar de seu capital. Para as empresas, a conquista da confiança desses investidores pode significar mais facilidade e menores custos para obtenção dos recursos financeiros necessários a garantir sustentação, solidez e expansão de seus negócios.

Assim, pode-se dizer que a governança corporativa é o resultado da combinação do Direito e de práticas voluntárias e apropriadas do setor privado, que habilitam a companhia a atrair capital financeiro e humano, desempenhar suas metas de um modo eficaz, perpetuar sua capacidade de gerar valor a longo prazo e respeitar os interesses de todos os acionistas e da sociedade como um todo.

---

<sup>3</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

## 2 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser definida como o conjunto de práticas que visam ampliar o valor das companhias através de mecanismos de solução de conflitos de interesses entre as partes envolvidas e o incremento da produção através da alocação mais eficiente do capital.

Apesar de sua essência datar de algumas décadas, o termo “governança corporativa” surge na literatura econômica brasileira praticamente a partir dos anos 90, quando passou a ser assunto recorrente no meio empresarial brasileiro como um caminho sólido e confiável para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Conceitualmente, o tema surgiu para dirimir o chamado “conflito de agência”, gerado pela incompatibilidade de interesses entre os acionistas e a gestão empresarial, cujos processos decisórios atendiam aos anseios e desejos particulares da Diretoria Executiva e pouco se alinhavam aos interesses dos investidores<sup>4</sup>. Tal fenômeno começou a ocorrer essencialmente em companhias de controle disperso, marcado pela excessiva pulverização de suas ações, característica comum dos mercados norte-americano e inglês.

No contexto dos mercados de controle difuso, a governança corporativa assume dois tipos de abordagem distintas: uma *externa corporis*, a qual refere-se ao relacionamento entre a companhia e seus acionistas e a companhia com terceiros; e outra *interna corporatis*, a qual diz respeito à organização dos órgãos internos, como o conselho de administração. Grande parte dos debates atuais sobre como prevenir abusos gerenciais contra os acionistas relaciona-se à aplicação das regras *interna corporis* na eleição dos administradores externos, que possuem capacidade e independência para monitorar o desempenho dos altos diretores, de influenciar a diretoria a mudar sua estratégia de direção, e, na maior parte dos casos, de trocar a liderança da companhia.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> ACHÉ, Rodrigo. Boas regras de governança corporativa, bons negócios. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 05 de março de 2008. Disponível em <[www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)>. Acesso em 12 de março de 2008.

<sup>5</sup> LORSCH, Jay W. *Empowering the Board*. Harvard Business Review on Corporate Governance, 26 (Harv. Bus. Rev. 2000) *apud* SILVA, Guilherme Vieira. *Corporate Governance in control-concentrated markets: myth or reality?* LL.M. candidate at Northwestern School of Law. p. 5.

No Brasil, no entanto, a governança assume novos rumos, uma vez que o conflito de agência se dá entre acionistas controladores e acionistas não-controladores, em razão da predominância no mercado de capitais brasileiro de empresas de capital concentrado e controles engessados. Assim, o conflito de interesses não nasce entre os acionistas e administradores, mas sim entre aqueles que detêm e os que não detêm o controle da companhia.

Nesse sentido, podemos citar o entendimento de Flávia Gribel de Almeida:

*Tradicionalmente a governança corporativa se preocupou em resolver conflitos entre administradores e acionistas. No entanto, está cada vez mais evidente que conflitos de interesse ocorrem entre uma gama mais ampla de agentes, os stakeholders: acionistas minoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores, Governo e a sociedade como um todo. Neste contexto, o atual desafio da governança corporativa é minimizar os potenciais conflitos de interesse entre estes inúmeros agentes com o objetivo de maximizar o valor da empresa e conseqüentemente aumentar o retorno para os acionistas.<sup>6</sup>*

Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (*Organization for Economic Co-operation and Development* - “OECD”), organização multilateral que engloba os 30 (trinta) países mais industrializados do mundo e mantém relações ativas com mais outros 70 (setenta) países, ONGs e sociedades civis de abrangência internacional, “*corporate governance relates to the internal means by which corporations are operated and controlled*”.<sup>7</sup> e <sup>8</sup> Para tal instituição, a governança corporativa é o elo entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações, sendo parte do contexto econômico geral em que as empresas operam, dependendo também do ambiente jurídico, regulamentar e institucional no qual estão inseridas. Assim, a OECD define governança corporativa como:

---

<sup>6</sup> ALMEIDA, Flávia Gribel de. *Governança Corporativa no Brasil: criação de valor com base na gestão corporativa – um estudo de caso do setor de telecomunicações*. Dissertação (Mestrado). Rio de Janeiro. Pontifícia Universidade Católica – PUC-Rio, 2001. p. 21-22. Orientador: Walter Lee Ness Jr. *apud* Castello Branco, Adriano. *O conselho de administração nas sociedades anônimas*. 2ª ed. – Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007.

<sup>7</sup> Estudo do Credit Lyonnais. *The Tide's Gone Out: Who's swimming naked?* Outubro de 2000.

<sup>8</sup> Tradução livre do original em inglês: “governança corporativa está relacionada aos meios internos através dos quais as companhias são geridas e controladas.”

*a series of system and mechanisms to improve and control the relationship between shareholders and managers, by reducing the costs associated with the agency. By adopting such mechanisms, it provides the structure through which the company objectives will be accomplished, and the means of attaining those objectives, monitoring performance and adding value to the shares.*<sup>9 e 10</sup>

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”)<sup>11</sup>, organização exclusivamente dedicada à promoção da governança no Brasil, define a governança corporativa como:

*o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/quotistas, 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 sua perenidade.*<sup>12</sup>

Já a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) define tal instituto como “um conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.<sup>13</sup>

Arnoldo Wald, no entanto, entende que governança corporativa é uma tradução equivocada da expressão “*corporate governance*” e defende a aplicação da expressão “governo das empresas”<sup>14</sup>, o qual define como “o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima”, ou seja, refere-se à organização e à dinâmica dos poderes, ao estabelecimento da adequada definição dos órgãos sociais e das respectivas competências, assim como dos direitos e deveres dos vários acionistas, mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa:

---

<sup>9</sup> Conforme definido pela OECD em <[www.oecd.org/home](http://www.oecd.org/home)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>10</sup> Tradução livre do original em inglês: “série de sistemas e mecanismos a fim de melhorar e controlar a relação entre os acionistas e administradores, por meio da redução dos custos relacionados à agência. Através da adoção de tais mecanismos, possibilita-se a estrutura através da qual os objetivos da companhia serão cumpridos, e os meios de se alcançar tais objetivos, monitorando-se seu desempenho e agregando-se valor às ações.”

<sup>11</sup> O IBGC foi criado em 1995, com o objetivo de melhorar a Governança Corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente destinada à discussão do tema.

<sup>12</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>13</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>14</sup> WALD, Arnold. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: v. 5, n. 15. p. 53-78, jan-mar. 2002.

*os adjetivos corporativo e corporativista têm sentido pejorativo, dando a idéia de prevalência de interesses de um grupo ou de uma classe. Ao contrário desta noção, o termo 'governo das empresas' pretende denominar a renovação da entidade, atendendo aos interesses de todos aqueles que a integram ou com ela colaboram. Parece-nos mais adequado usar a expressão 'governo das empresas', que é corrente nos países de língua latina, nos quais a corporação não se confunde com a sociedade anônima.<sup>15</sup>*

Todos os conceitos apresentados propõem um ordenamento da gestão das sociedades por ações, sejam elas abertas ou fechadas, sugerindo, por conseguinte, a separação entre as figuras do controlador da sociedade e dos administradores, privilegiando a uniformização dos interesses envolvidos entre todas as partes, sem excluir do escopo o interesse social dessas sociedades e preocupando-se com a fiscalização e a transparência de seus negócios.

Independentemente da questão terminológica, a governança corporativa visa a<sup>16</sup>: (i) definir princípios e posições da administração para atender e proteger os interesses dos acionistas, deste modo incrementando o investimento; (ii) identificar e solucionar os problemas das sociedades, promovendo as mudanças institucionais necessárias ao melhor desempenho da sociedade; e (iii) fazer os alinhamentos necessários à obtenção de eficiência na alocação de recursos, controlando, induzindo ou incentivando a ação gerencial a gerar valor para a sociedade e, conseqüentemente, atrair poupança.

Empresas com boa governança se tornam mais atraentes para os investidores, sejam eles nacionais ou estrangeiros, e, como conseqüência, há uma diminuição do custo de capital dessas companhias (via ações, debêntures, bônus ou empréstimos de longo prazo), resultando em um menor custo médio ponderado de capital, denominado nos Estados Unidos como *Weighted Average Cost of Capital* ("WACC"). Isso porque, uma estrutura de governança eficaz proporciona uma série de benefícios econômico-financeiros que vão desde reduções nos custos de captação de recursos a melhorias nos procedimentos e fluxos internos das empresas, reduzindo a assimetria de informações, elevando o grau de credibilidade das companhias e influenciando positivamente sua reputação organizacional.

A governança corporativa no país, portanto, pode ser entendida como o conjunto de mecanismos que os investidores não-controladores das companhias (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar o poder do controlador e defender seus direitos,

---

<sup>15</sup> Ibid. p. 53.

<sup>16</sup> Estudo da Booz-Allen & Hamilton, 2000 *apud* PARENTE, Norma. Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v.5, n.15, p.81-90, jan-mar. 2002.

agregando valores para seus investimentos e evitando com isso a expropriação<sup>17</sup>. Através dos princípios que regem a governança corporativa, quais sejam, a transparência (*disclosure*), a equidade (*fairness*), a prestação de contas (*accountability*) e a conformidade legal (*compliance*), busca-se uma melhor estruturação e solução dos conflitos sociais, seja entre acionistas majoritários e minoritários, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal e auditores independentes, resultando em uma gestão mais profissionalizada e na maximização da geração de valor das companhias.

---

<sup>17</sup> Expropriação é a manipulação dos resultados da empresa realizada pelos controladores e/ou administradores de modo a reduzir a remuneração devida aos investidores. A expropriação pode ocorrer de várias formas, entre elas, (i) venda de ativos da empresa a baixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador, (ii) implementação de projetos ineficientes, mas que atendam a interesses particulares dos administradores; (iii) salários excessivamente altos para diretores e (iv) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores.

### 3 EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

#### 3.1 A evolução da governança corporativa no mundo

A necessidade de uma política estatal de regulamentação e proteção dos interesses públicos se tornou evidente com a quebra da Bolsa de Nova Iorque (“*New York Stock Exchange*” – “NYSE”) em 1929. A ausência de normas reguladoras do mercado de capitais norte-americano deixou claro que o Estado não poderia se manter à margem das relações privadas, como propunha a doutrina do *laisser-faire* e as teorias econômicas de Adam Smith<sup>18</sup>. Como consequência, o governo americano editou os *Securities Acts* de 1933 e o *Securities and Exchange Act* de 1934, que estabeleceram obrigações de divulgação de informações pelas companhias abertas e criou a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), responsável pela fiscalização do mercado de capitais.

Em 1933, Adolf Berle e Gardiner Means<sup>19</sup> publicaram a obra “*The Modern Corporation & Private Property*”, onde identificaram nas companhias norte-americanas, com ações listadas em bolsas de valores, o fenômeno da separação da propriedade de seu efetivo controle, em razão do alto grau de dispersão das ações entre o público investidor. Tal fenômeno, em suas próprias palavras, “*produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of checks which formerly operated to limit the use of power disappear.*”<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> SMITH, Adam. *The Wealth of the Nations*, 361 (Prometheus Books 1991).

<sup>19</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*, 83 (1<sup>st</sup> ed. Transaction 2000).

<sup>20</sup> Tradução livre do original em inglês: “produz uma condição em que os interesses do proprietário e do efetivo administrador podem divergir, e geralmente divergem, e em que muito dos mecanismos previamente destinados a limitar o uso do poder desaparecem.”

Nas décadas de 1980 e 90, investidores institucionais<sup>21</sup>, liderados pelo ativismo pioneiro de Robert Monks<sup>22</sup>, começaram a buscar formas de coibir as práticas oportunistas dos executivos das corporações americanas, demonstrando a necessidade de se institucionalizar as práticas de governança corporativa e uma maior intervenção do Estado no mercado. Tais investidores, em especial os fundos de pensão, iniciaram um movimento pela maior efetividade das regras editadas em 1933 e 1934, forçando os administradores a adotarem determinadas práticas de administração. O conjunto dessas práticas foi denominado de “*corporate governance*” ou “governança corporativa”.

Não obstante o ativismo dos acionistas, a série de escândalos corporativos que se seguiram nos Estados Unidos, como os casos da Enron e WorldCom<sup>23</sup>, demonstrou a insuficiência dos compromissos assumidos pelas companhias, e que o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano havia sido acompanhado de diversas condutas ilícitas, como (i) a violação de inúmeros princípios corporativos; (ii) transações não contabilizadas (*off-balance sheet transactions*); e (iii) fraudes, as quais, em conjunto, contribuíram para a degradação da confiança do investidor no mercado norte-americano.

Nesse contexto, foi editada a *Sarbanes-Oxley Act* (“SOX”), em 30 de julho de 2002, como resultado da mais importante reforma legislativa no mercado de capitais norte-americano, através da qual rígidos padrões de transparência e de controle gerencial passaram a ser impostos, inclusive às companhias estrangeiras listadas na NYSE. Assim, a SOX tinha por fundamento (i) reforçar e restaurar a confiança nos trabalhos desenvolvidos por auditores; (ii) reforçar a exequibilidade de leis federais norte-americanas; (iii) aperfeiçoar os pilares que versam sobre as responsabilidades corporativas; (iv) aperfeiçoar práticas de *disclosure*, assim

---

<sup>21</sup> Investidores pessoas físicas e pessoas jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no país a ser efetuado o investimento, e clubes de investimentos cujos valores de investimento excedam o limite de aplicação previsto na legislação do país a ser efetuado o investimento, fundos de investimento, carteiras administradas, fundos de pensão, entidades administradoras de recursos de terceiros registradas na comissão de valores mobiliários do país a ser efetuado o investimento, entidades autorizadas no banco central do país a ser efetuado o investimento ou na bolsa de valores do país a ser efetuado o investimento, seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar e de capitalização e de investidores institucionais estrangeiros.

<sup>22</sup> V. ROSENBERG, Hilary. *A traitor to his class: Robert A. G. Monks and the battle to change corporate America* (John Wiley & Sons 1999).

<sup>23</sup> Os notórios casos de fraudes corporativas na Enron e WorldCom culminaram no colapso de algumas das maiores corporações dos Estados Unidos e causaram o desaparecimento da Arthur Andersen – uma das mais prestigiadas firmas de auditoria do mundo à época. Ver Bethy McLean e Peter Elkind. *The smartest guys in the room: the amazing rise and scandalous fall of Enron* (2<sup>nd</sup> ed., Pinguin 2003); e Lynne W. Jeter. *Disconnected: Deceit and Betrayal at WorldCom*, (John Wiley & Sons 2003).

como de divulgação de informações financeiras; e (v) aprimorar a participação dos *gatekeepers*<sup>24</sup>.

De acordo com Nilson Lautenschleger Júnior, a SOX “contém regras que deverão garantir, entre outras coisas, a proteção de investidores com a melhoria da precisão e confiabilidade das informações prestadas ao público investidor. Tais regras atingem, de resto, não só as empresas americanas, mas todas as empresas listadas nas bolsas do país”.<sup>25</sup>

Na Inglaterra, a Bolsa de Valores de Londres (“*London Stock Exchange*”), preocupada com os escândalos financeiros da década de 80, instaurou o Comitê *Cadbury* em maio de 1991, com o objetivo de rever as práticas de contabilidade e demonstrações financeiras. Assim, em 1992, foi editado o *Cadbury Report*, formalmente intitulado de “*The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”. Em 1995, o Comitê *Cadbury* passou por uma revisão, sendo denominado de Comitê *Greenbury*. Em seguida, o Comitê *Hampel* discutiu as diretrizes do Comitê *Cadbury* e selecionou as principais contribuições do Comitê *Greenbury*, resultando no relatório *Combined Code*.

Na França, foi publicado em 1995 o Relatório *Vienot*, que teve como enfoque a independência dos conselheiros, transparência na administração, maximização dos ganhos dos acionistas e a criação de comitês.

### 3.2 A evolução da governança corporativa no Brasil

Em países como os Estados Unidos e a Inglaterra, a estrutura das grandes companhias é de capital pulverizado, ou seja, nenhum acionista é detentor de parcela significativa do capital social da companhia. Nesses países tornou-se comum a indicação de uma diretoria profissional para gerir a sociedade, predominando o chamado controle gerencial.

---

<sup>24</sup> Como são conhecidos os agentes responsáveis pelo funcionamento do mercado, dentre os quais podemos citar os comitês de auditoria, os analistas de mercado, advogados, agências da *rating*, especialistas em finanças e bancos de investimento.

<sup>25</sup> LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. *Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro – Ensaio de uma reflexão crítica e comparada*. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 111.

No Brasil, no entanto, a estrutura predominante das sociedades sempre foi baseada no controle concentrado, em geral o controle familiar. Historicamente, o mercado de capitais no país servia apenas como fonte secundária de financiamento, o qual geralmente era obtido através do lucro em suspenso e de fontes governamentais.

Até a década de 1960, o principal alvo de investimento da sociedade brasileira era o mercado imobiliário. Evitava-se a aplicação em títulos públicos ou privados devido à crescente inflação da época, além da chamada Lei da Usura, a qual limitava em 12% (doze por cento) a taxa de juros ao ano, atravancando, assim, o mercado de capitais.

Com a Reforma Bancária, introduzida pela lei nº 4.595/64,<sup>26</sup> o cenário econômico brasileiro começou a mudar. Foram criados o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil e instituiu-se a correção monetária. Surge também a primeira lei do mercado de capitais com a lei nº 4.728/65,<sup>27</sup> permitindo uma série de modificações no mercado acionário brasileiro, como a reformulação da bolsa de valores.

O grande volume de recursos no mercado de capitais, combinado com os incentivos fiscais criados pelo Estado, provocou um aumento na demanda por ações, mas sem que houvesse novas emissões por parte das companhias.

Tal aumento gerou grande especulação no mercado mobiliário, resultando no *boom* de 1971. Como conseqüência, o mercado de capitais brasileiro sofreu uma grande depressão em razão dos prejuízos causados por ações de companhias frágeis e sem compromisso com seus acionistas.

Na tentativa de recuperação do mercado de capitais, foi criada a lei nº 6.404/76<sup>28</sup> (“Lei das Sociedades por Ações”, “Lei das Sociedades Anônimas” ou “Lei das S.A.”), grande marco legal do seu desenvolvimento, cujo objetivo era modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas. No mesmo ano, foi editada a lei nº 6.385/76,<sup>29</sup> através da qual criou-se a

---

<sup>26</sup> BRASIL. Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 de dezembro de 1964. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>27</sup> BRASIL. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 14 de julho de 1965. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>28</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>29</sup> BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

CVM – autarquia federal destinada exclusivamente a regulamentar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais, inspirada na SEC – transferindo a esta autarquia a função reguladora do mercado de valores mobiliários, antes exercida pelo Banco Central do Brasil. Mais adiante, a Medida Provisória nº 8 de 2001 concedeu à CVM a condição de agência reguladora autônoma, ampliando sua competência.

Somente com o surgimento da Lei das Sociedades Anônimas é que se estruturou no Brasil um regime jurídico de responsabilidade do acionista controlador, definindo-se uma série de normas inovadoras, dentre elas (i) a definição dos poderes e responsabilidades do acionista controlador; (ii) exigência para as companhias abertas e permissão para as fechadas de instauração do Conselho de Administração; (iii) o voto cumulativo, permitindo a presença dos minoritários no Conselho de Administração; (iv) o chamado *tag along*, isto é, a possibilidade dos acionistas detentores de ações ordinárias venderem suas ações ao novo adquirente do controle da companhia em condições igualitárias àquelas oferecidas ao antigo controlador; e (v) a execução específica dos acordos de acionistas.<sup>30</sup>

A partir da década de 1990, a economia brasileira passou por profundas transformações. O país promoveu sua abertura econômica, eliminando barreiras comerciais, e diversas privatizações ocorreram no período nos setores de siderurgia, ferrovias, mineração, energia elétrica e telecomunicações. Em razão da abertura econômica, privatizações, melhoria da conjuntura macroeconômica e criação de um ambiente legal e regulatório, ocorreu uma onda de fusões e aquisições. Esses fenômenos contribuíram para alterar o perfil da estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras, que passou a contar com a presença representativa de investidores estrangeiros e institucionais, notadamente dos fundos de pensão. Além disso, diversas companhias nacionais começaram a participar do mercado externo, listando suas ações em bolsas de valores estrangeiras sob a forma de *American Depositary Receipts* (“ADRs”), especialmente na NYSE. Assim, as companhias brasileiras viram-se obrigadas a cumprir uma série de normas impostas pela SEC, relacionadas, principalmente, à transparência e publicidade de informações contábeis.

Com o grande fluxo de capital estrangeiro, o mercado de capitais nacional passou a lidar com investidores mais exigentes, acostumados com normas rígidas de governança corporativa. Não obstante, os investidores brasileiros tornaram-se mais conscientes de seus direitos.

---

<sup>30</sup> WALD, Arnaldo. Op. cit. p. 66.

Neste sentido, diversas iniciativas foram implementadas com a finalidade de aperfeiçoar as práticas de governança corporativa. Em 1999, o antigo Instituto Brasileiro de Conselhos de Administradores alterou sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, e voltou sua atenção para a promoção de educação e capacitação para os administradores e pesquisas relacionadas à governança corporativa, lançando o primeiro código sobre governança corporativa no Brasil, o qual trazia inicialmente informações sobre o Conselho de Administração e sua conduta esperada e, em versões posteriores, detalharam e aprofundaram-se os princípios básicos da boa governança.

Em 2001, a Lei das Sociedades Anônimas foi reformulada pela lei nº 10.303/01<sup>31</sup>, cujo principal objetivo era fortalecer o mercado de capitais brasileiro, conferindo-lhe maior transparência e credibilidade. Dentre suas principais inovações podemos citar a redução do limite para emissão de ações preferenciais de 2/3 (dois terços) para 1/2 (um meio), e a atribuição aos preferencialistas detentores de 10% (dez por cento) do capital social o direito de eleger um membro do conselho de administração, bem como aos minoritários que representem 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto.

No mesmo ano, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, segmentos de negociação de papéis com regras de proteção aos investidores em nível muito superior ao legal e regularmente aplicável ao segmento tradicional.

Em 2002, a CVM estimulou as boas práticas de governança ao sugerir às companhias abertas uma cartilha de recomendações e ao exigir que as companhias informassem as políticas de divulgação e negociação de papéis pelos controladores e administradores.

Como resultado, o mercado de capitais brasileiro sofreu profundas modificações estruturais nos últimos anos, tornando-se a grande fonte de captação de recursos para muitas empresas. Segundo dados da BOVESPA, somente no ano de 2007 os investidores locais e estrangeiros absorveram R\$ 55 bilhões em ofertas públicas iniciais (“IPOs”), lançando o Brasil ao posto de 5º maior mercado mundial em volume de IPOs e 3º entre os países emergentes, atrás apenas de Hong Kong e Shanghai. Dentre as estreates na Bolsa, 67%

---

<sup>31</sup> BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 de outubro de 2001. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

(sessenta e sete por cento) aderiram às regras do Novo Mercado, concretizando, de vez, a importância da execução de rígidas práticas de governança corporativa.<sup>32</sup>

Atualmente, de acordo com Valdir de Jesus Lameira,

*a governança corporativa, na mais ampla concepção, deixa de ser apenas o sistema que permite aos acionistas controladores a administração estratégica da companhia e o controle dos executivos da empresa, e passa a ser, em sentido amplo, a prática da administração das relações entre os acionistas, majoritários e minoritários, credores, executivos ou administradores, e demais interessados.*<sup>33</sup>

Completa ainda o mesmo autor que “dentro do conjunto dos demais interessados, podemos incluir os agentes que se encontram afetados pelas decisões da empresa e esse universo abrange fornecedores, consumidores, concorrentes, vizinhos e mesmo os cidadãos e os governos”.<sup>34</sup>

Apesar das diversas formas de constituição das companhias abertas no país (privadas, estatais ou de economia mista) gerarem diferentes modelos de governança corporativa, é possível verificar uma espécie de modelo geral para as empresas brasileiras listadas em bolsas de valores, identificado através de pesquisas sobre governança corporativa elaboradas pelo IBGC e pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry International.

Dentre as principais características desse modelo, podemos destacar:

- (i) o alto índice de ações preferenciais sem direito a voto;
- (ii) a forte presença de controle familiar ou compartilhado entre poucos acionistas signatários de acordo de acionistas para resolução de questões relevantes;
- (iii) a grande influência do(s) acionista(s) controlador(es) sobre o conselho de administração, ou seja, há uma sobreposição entre propriedade e gestão;
- (iv) a pouca presença de conselheiros independentes, bem como a pouca relevância na sua remuneração;
- (v) acionistas minoritários praticamente inativos;
- (vi) a confusão entre as competências do conselho de administração e da diretoria, principalmente no que diz respeito às empresas familiares; e

<sup>32</sup> ACHÉ, Rodrigo. Op. cit.

<sup>33</sup> LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 2001. p. 45.

<sup>34</sup> Loc. cit.

- (vii) a grande concentração das ações ordinárias sob a propriedade do(s) acionista(s) controlador(es).

No entanto, os estudos e regras que vêm sendo adotadas no Brasil a respeito de governança corporativa muitas vezes não levam em consideração as peculiaridades do mercado de capitais brasileiro, e dados, estatísticas, analogias e exemplos são importados dos Estados Unidos e da Europa sem se adequarem às realidades do país.

Isso porque o mercado de capitais norte-americano é caracterizado pela alta dispersão acionária, onde dificilmente encontramos um acionista detentor de mais de 5% (cinco por cento) das ações de uma companhia. Assim, as regras de governança corporativa naquele país buscam dirimir o chamado conflito de agência decorrente do fenômeno da separação das figuras do proprietário e do efetivo controlador, representado pelos administradores das companhias.

No Brasil, contudo, a realidade do mundo empresarial é bem diferente. Embora as características do mercado de capitais brasileiro venham se alterando significativamente ao longo dos anos, com as companhias tendendo cada vez mais a dispersar seu capital, o poder de controle na grande maioria dessas companhias ainda é muito concentrado, exercido de forma majoritária. Dessa forma, o conflito de interesses se dá principalmente não entre os acionistas e os administradores, mas sim, entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários.

Portanto, é preciso levar em conta as diferenças de cada sistema e o contexto jurídico, econômico e social em que as práticas de governança corporativa se inserem. Assim, as práticas de governança devem ser aplicadas com as devidas ressalvas e adaptações a fim de que sejam realmente efetivas e alcancem seus objetivos, quais sejam, minimizar os potenciais conflitos de interesse, maximizando por conseguinte o valor da empresa.

## 4 PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa depende, em grande parte, da boa administração das companhias e dos investidores para que seja implementada com sucesso. Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, para que a governança corporativa seja efetiva, ela deve basear-se em quatro princípios básicos: (i) transparência (*disclosure*); (ii) equidade (*fairness*); (iii) prestação de contas (*accountability*); e (iv) conformidade legal (*compliance*).

Neste capítulo, analisaremos cada um desses princípios norteadores da boa governança.

### 4.1 Transparência (*disclosure*)

Transparência ou *disclosure* é o princípio segundo o qual a governança corporativa deve garantir a divulgação tempestiva e precisa de todas e quaisquer informações relativas a uma companhia, incluindo sua situação financeira, desempenho, participação acionária, controle e administração. Pode ser considerado o principal dentre os princípios norteadores da governança corporativa, pois sua efetividade é determinante para o pleno desenvolvimento do mercado de capitais.

Segundo Nelson Eizirik, a política de *disclosure* consiste no processo de divulgação pelas empresas de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por elas publicamente ofertados, de forma equitativa para todo o mercado.<sup>35</sup> Destaca ainda o mesmo autor que tal política permite ao investidor exercer um verdadeiro “controle de qualidade” sobre as companhias abertas e os valores mobiliários de sua

---

<sup>35</sup> EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais* apud DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006. p. 36.

emissão.<sup>36</sup> Desta forma, as companhias abertas devem constantemente prestar informações ao mercado, principalmente aquelas exigidas pela CVM, para que não se configure uma atividade ilegal, tal como a prática do chamado *insider trading*, ou seja, o uso de informação privilegiada, a qual não foi disponibilizada ao mercado.

A divulgação de informações pode ser uma ferramenta de influência poderosa no comportamento das empresas e na proteção aos investidores. Isso porque, além de atrair capital e gerar confiança do mercado, possibilita aos acionistas e investidores, através de informações regulares, confiáveis e comparáveis, avaliar a gestão da diretoria executiva e tomar decisões bem fundamentadas quanto à valorização da empresa, à participação acionária e ao exercício do direito de voto.

Assim, a regulação da divulgação de informações por parte das companhias é de suma importância, pois dessa maneira é possível assegurar aos investidores a disponibilidade, em tempo hábil e de forma eficiente e razoável, das informações necessárias para a tomada de decisões na hora de investir em valores mobiliários ou para a tomada de decisões em assembleias gerais das companhias.

A própria lei nº 6.385/76 dispõe sobre a política da transparência na prestação de informações, conforme se pode observar em seu artigo 4º, inciso VI:

*Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:  
VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.*

A mesma lei determina, em seu artigo 22, parágrafo 1º, a competência da CVM na expedição de normas sobre quais informações devem ser prestadas pelas companhias abertas e em que periodicidade isso deve ocorrer.<sup>37</sup> Nesse sentido, Marcelo Trindade entende que “a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção do mercado de capitais”.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> DUBEUX, Julio. Op. Cit. p. 37.

<sup>37</sup> BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

Artigo 22: “Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam submetidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I – a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação.”

<sup>38</sup> TRINDADE, Marcelo. *O Papel da CVM e o Mercado de Capitais no Brasil*. SADDI, Jairo, org. São Paulo: IOB, 2002. p. 297-329. p. 309

Tal política de proteção permite ao investidor a tomada de decisões de forma racional sobre seu investimento, constituindo, segundo Marcos Jurema Villela Souto, um direito básico do investidor “o conhecimento, por via de informação adequada, sobre os riscos inerentes aos diversos tipos de investimentos”.<sup>39</sup> Nesse contexto, cabe ao Estado garantir ao investidor o acesso a informações confiáveis sobre as companhias e seus valores mobiliários, de forma a permitir que se conheçam tanto os riscos quanto as oportunidades de cada investimento.

No entanto, o Estado não deve interferir no negócio primado, ou seja, no mérito da decisão acerca do investimento, devendo haver a imposição de limites sobre o princípio da transparência. Dispõe precisamente Maria Isabel Bocater que:

*Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do full disclosure. A Comissão de Valores Mobiliários, entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento, com base em informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação patrimonial e financeira das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.<sup>40</sup>*

Assim, deve haver um equilíbrio entre a divulgação confiável das informações aos investidores e a interferência do Estado na tomada das decisões. Não restam dúvidas de que um sistema de informações deficiente permite que determinados investidores tenham acesso a informações privilegiadas e destas se valham para obter vantagens no mercado de capitais, causando prejuízos aos demais investidores que não tiveram acesso àquelas informações (*insider trading*). Além disso, o princípio da transparência evita o abuso por parte das companhias, pois coíbe a prestação de informações falsas ao público através da atuação repressiva da autoridade reguladora, no caso, a CVM, cujo papel é o de balancear adequadamente os benefícios trazidos pelo *disclosure* aos investidores e os custos para as companhias emissoras de valores mobiliários para obtenção e difusão das informações.

A OECD<sup>41</sup>, ao identificar os pontos subjacentes à boa governança corporativa, procurou estimular nos diversos países o desenvolvimento de suas próprias estruturas

<sup>39</sup> VILLELA SOUTO, Marcos Jurema. *Direito Administrativo Regulatório*, apud DUBEUX, Julio. Op. Cit. p. 37.

<sup>40</sup> BOCATER, Maria Isabel. *O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – Aperfeiçoamentos recentes*, 1999, apud TRINDADE, Marcelo. Op. Cit. p. 310.

<sup>41</sup> OECD. *Os Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades*. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 16 de março de 2008.

jurídicas e reguladoras, adequadas às suas circunstâncias econômicas, sociais, jurídicas e culturais. Assim, os Princípios de Governança Corporativa da OECD foram criados com o intuito de serem utilizados como ponto de referência pelos legisladores nacionais, sendo um desses princípios o da transparência, o qual deve abranger a divulgação de informações relevantes, como por exemplo as seguintes questões:

- resultados financeiros e operacionais da companhia;
- objetivos da companhia;
- participações sociais relevantes e direitos de voto;
- informações relativas à administração da companhia, como conselheiros e principais executivos e sua remuneração;
- operações com demais partes interessadas (*stakeholders*)<sup>42</sup>;
- fatores de riscos previsíveis e relevantes;
- fatos relevantes a respeito de empregados;
- estruturas e políticas de governança corporativa.

Para Julio Ramalho Dubeux, um mercado eficiente é aquele em que a captação de títulos reflete fielmente as informações disponíveis sobre as companhias emissoras e seus valores mobiliários, não sendo as cotações, portanto, o resultado de práticas de manipulação.<sup>43</sup> Dessa forma, podemos concluir que, além de proteger o investidor, o princípio da transparência visa a promover a eficiência do mercado de capitais como um todo, uma vez que a cotação dos valores mobiliários em bolsas deve refletir apenas as informações disponíveis ao público, evitando-se, assim, irregularidades por parte das companhias, como por exemplo, a utilização de informação privilegiada.

#### 4.2 Equidade (*fairness*)

---

<sup>42</sup> Segundo o IBGC, “*stakeholders*” ou “partes interessadas” são os “indivíduos ou entidades que assumam algum tipo de risco, direto ou indireto, em face da sociedade. São elas, além dos acionistas, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros.” Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>43</sup> DUBEUX, Julio. Op. cit. p. 38.

O princípio da equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os acionistas, incluindo os acionistas minoritários e as demais partes interessadas (*stakeholders*), tais como clientes, empregados, fornecedores e credores.

Isso significa que os acionistas de igual categoria devem ser tratados equitativamente, sendo a eles assegurados os mesmos direitos, e aos acionistas minoritários deve ser garantida a proteção contra possíveis atos abusivos por parte dos acionistas controladores. Além disso, todos os acionistas devem ter acesso a meios efetivos de reparação de danos e prejuízos quando da violação de seus direitos.

Ademais, a confiança dos investidores de que o capital investido estará protegido do uso inadequado ou apropriação indevida por parte dos diretores, conselheiros ou controladores é um fator importante no mercado de capitais.<sup>44</sup>

Podemos dizer que este princípio está intrinsecamente ligado ao princípio da transparência (*disclosure*), posto que a uniformidade na prestação de informações garante igualdade entre os acionistas, sejam eles detentores de ações de quaisquer classes, sem que haja o uso de informação privilegiada por parte de alguns acionistas, causando prejuízos aos demais.

Segundo o OECD, além da observância ao princípio da transparência, a efetiva proteção do acionista minoritário depende do dever de lealdade por parte dos administradores para com a companhia e seus acionistas. Para tanto, tal organização ressalta a importância da possibilidade de os acionistas garantirem seus direitos através da abertura de processos administrativos contra diretores e conselheiros, sendo a existência de métodos eficazes para a obtenção de reparação de direitos violados, com custos razoáveis e rapidez, uma das maneiras mais efetivas na determinação da proteção dos acionistas.

#### 4.3 Prestação de contas (*accountability*)

---

<sup>44</sup> OECD. *Os Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades*. Disponível em <[www.oecd.org](http://www.oecd.org)>. Acesso em 16 de março de 2008.

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, “os agentes da governança corporativa eleitos devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos”.<sup>45</sup> Embora os diversos órgãos da administração sejam independentes, quais sejam, o conselho de administração, o conselho fiscal, a diretoria e a auditoria independente, estes devem atuar em conjunto de modo a evitar divergências dentro da própria companhia, bem como risco na gestão. Assim, os vários órgãos sociais se fiscalizam e prestam contas de suas atividades a quem os elegeu e escolheu, gerando um ambiente de cooperação e eficiência favorável a todos, tanto aos acionistas (*shareholders*), quanto às demais partes interessadas (*stakeholders*).

#### 4.4 Responsabilidade corporativa (*responsibility*)

Além dos princípios da transparência, equidade e prestação de contas, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC baseia-se também na responsabilidade corporativa ou *responsibility*, princípio segundo o qual os executivos e conselheiros de uma companhia devem zelar pela visão de longo prazo e sustentabilidade, isto é, garantir a perenidade das companhias mediante a incorporação de medidas sociais e ambientais. Segundo o código do IBGC, “responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a organização atua”.<sup>46</sup>

Conforme define Rachel Sztajn, a responsabilidade social das companhias:

*consiste na tomada de decisões administrativas que levam em conta valores éticos, o respeito às pessoas, à comunidade, o cumprimento das normas legais, o cuidado com o meio ambiente. Quer dizer, a responsabilidade social implica em administrar a sociedade de forma a atender ou superar os anseios éticos, jurídicos e negociais do público, tendo em vista as atividades exercidas. É, portanto, fruto de política administrativa que não pode ser eventual, mas deve ser, ao revés, consistente, representada por práticas e*

---

<sup>45</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>46</sup> Loc. cit.

*programas integrados nas operações sociais e inseridos no processo decisório, reconhecidos pelos sócios e pela comunidade como desejáveis e meritórios e que por isso se mantêm, se aperfeiçoam e se ampliam.*<sup>47</sup>

Também Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira afirmam que “o poder empresarial das companhias não se exerce apenas *interna corporis*, mas se projeta sobre a comunidade na qual – e da qual – vive a empresa”.<sup>48</sup>

Seguindo o mesmo entendimento, segundo Schmitthoff<sup>49</sup>, “a companhia está saindo da idade do *laissez-faire*, em que era, apenas, um instrumento de maximização do lucro, utilizado para o benefício exclusivo dos acionistas, para ingressar na idade da responsabilidade social.”

---

<sup>47</sup> SZTAJN, Rachel. A Responsabilidade Social da Companhia. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 114, p. 34-50. abr-jun. 1999. p. 35.

<sup>48</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1. p. 95.

<sup>49</sup> SCHMITTHOFF, Clive M. & THOMPSON, James H. 1981, apud LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 96.

## 5 O PAPEL DOS ÓRGÃOS SOCIAIS NA IMPLEMENTAÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conselho de administração, o conselho fiscal e a auditoria independente, além da diretoria, são órgãos essenciais ao efetivo cumprimento das regras de governança corporativa. Por meio desses órgãos, os proprietários podem controlar a gestão da companhia e, para tanto, a lei tratou especificamente de cada um desses entes com vistas à aplicação da boa governança.

### 5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O conselho de administração constitui um órgão de deliberação colegiada das sociedades anônimas, sendo sua composição obrigatória em companhias abertas e nas de capital autorizado.<sup>50</sup> Trata-se de órgão colegiado na medida em que as decisões competem ao conjunto dos conselheiros, ou seja, da maioria dos votos de seus integrantes, e não aos seus membros individualmente considerados.

De acordo com o artigo 140 da Lei das Sociedades Anônimas, o conselho de administração é composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo. No mesmo artigo, a lei determina que as companhias deverão estabelecer, a seu exclusivo critério, e por meio do seu estatuto social, (i) o número de conselheiros ou o máximo e o mínimo permitidos; (ii) o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho; (iii) o modo de substituição dos conselheiros; (iv) o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; e (v) as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho.

---

<sup>50</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, art. 138, §§ 1º e 2º. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

Cabe ao conselho de administração, conforme estabelecido pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, “proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos proprietários, agregando valor ao empreendimento”, bem como “zelar pela manutenção dos valores da empresa, crenças e propósitos dos proprietários, discutidos, aprovados e revistos” em suas reuniões.<sup>51</sup> O mesmo documento prevê ainda a criação de um regimento interno do conselho de administração, além de um “Código de Ética” da companhia. Para tanto, é preciso que o conselho de administração seja ativo, efetivo, presente e, sobretudo, independente.

Ademais, é necessário que as funções do conselho sejam desempenhadas de maneira profissional e observados os parâmetros técnicos, devendo os conselheiros ser pessoas independentes, dotados de capacidade técnica e disponibilidade para se dedicar à companhia. Embora a lei não exija pré-requisitos para a eleição dos membros do conselho de administração<sup>52</sup>, considera abuso de poder a eleição de administrador<sup>53</sup> inapto moral ou tecnicamente. Assim, a eleição de pessoa inadequada poderá gerar ação de responsabilidade para os acionistas, sejam eles minoritários ou majoritários, nos termos dos artigos 115 e 117, *d* da Lei das Sociedades Anônimas. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC recomenda que o conselheiro possua (i) integridade pessoal; (ii) capacidade de ler e entender relatórios financeiros; (iii) ausência de conflitos de interesse; (iv) disponibilidade de tempo; e (v) motivação.

Compete ao conselho de administração<sup>54</sup>:

I – fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II – eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III – fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

---

<sup>51</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>52</sup> Ressalvada a exigência do artigo 146 da Lei das S.A., que determina que os membros do conselho de administração deverão ser necessariamente pessoas naturais e acionistas da companhia.

<sup>53</sup> O conceito de administrador engloba os conselheiros, sejam eles membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, e os diretores, conforme o artigo 145 da Lei das S.A.

<sup>54</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, art. 142, caput e seus incisos. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

IV – convocar a assembléia geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132<sup>55</sup>;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI – manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII – deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição;

VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias e obrigações de terceiros;

IX – escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Com vistas à proteção dos minoritários, a lei criou eficientes mecanismos de representação desse grupo no conselho de administração (Lei das S.A., art. 141, §§ 4º a 9º). Assim, é conferido ao grupo de titulares de ações com direito a voto que represente no mínimo 15% (quinze por cento) do total do capital votante da companhia e ao grupo de titulares de ações preferenciais que represente pelo menos 10% (dez por cento) do capital social total, o direito de elegerem, cada um, um representante e seu suplente no conselho de administração. Caso esses percentuais não sejam atingidos isoladamente por cada grupo de acionistas mencionado, poderão os ordinaristas minoritários e preferencialistas agregar suas ações para atingir ao menos 10% (dez por cento) do capital social total, elegendo, então, um conselheiro e seu suplente. A eleição desses conselheiros será feita em separado, na mesma assembléia que eleger os demais membros do conselho, e dela não participará o acionista controlador.

Porém, a lei atende também aos interesses dos controladores das companhias, garantindo que terão sempre maior número de representantes no conselho de administração (Lei das S.A., art. 141, § 1º).

---

<sup>55</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

Art. 132: “Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembléia-geral para:

I – tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;

II – deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição dos dividendos;

III – eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;

IV – aprovar a correção da expressão monetária do capital social.”

## 5.2 DIRETORIA

A diretoria é o órgão de representação legal da companhia e de execução das deliberações da assembléia geral e do conselho de administração. Diversamente do que ocorre com os membros do conselho de administração, que se manifestam mediante as decisões do conselho, os diretores exercem individualmente suas atividades, nos limites de sua competência estatutária.

De acordo com a lei, a diretoria deve ser composta de 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou caso este não exista, pela assembléia geral, observados os requisitos e impedimentos legalmente previstos para os administradores da companhia<sup>56</sup> (art. 143 da Lei das S.A.).

Cabe ao estatuto social da companhia dispor sobre (i) o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos; (ii) o modo de sua substituição; (iii) o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; e (iv) as atribuições e poderes de cada diretor.<sup>57</sup>

A representação legal da companhia compete ao diretor que tenha recebido esta atribuição pelo estatuto, ou, no silêncio desse, por deliberação do conselho de administração. Na ausência de designação no estatuto e de deliberação do conselho, a representação da companhia competirá a qualquer dos diretores (art. 144 da Lei das S.A.).

Cada diretor é pessoalmente responsável por suas atribuições na gestão da companhia, devendo prestar contas ao executivo principal (“CEO”) e, sempre que solicitado, ao Conselho de Administração, aos sócios e demais partes relacionadas. Ao CEO cabe a indicação dos diretores para aprovação do Conselho de Administração, a quem esse deve prestar contas,

---

<sup>56</sup> A lei exige, por exemplo, que os diretores sejam residentes no país, podendo ser acionistas ou não (BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, art. 146. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

<sup>57</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, art. 143. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

sendo o responsável pela execução das diretrizes fixadas por tal órgão e ainda pelo relacionamento transparente com as partes interessadas.<sup>58</sup>

### 5.3 CONSELHO FISCAL

O conselho fiscal constitui um órgão fundamental para a consecução das boas práticas de governança corporativa, uma vez que lhe compete exercer permanente fiscalização sobre os órgãos de administração da companhia, no que tange às contas e à irregularidade dos atos de gestão. É um órgão de caráter permanente ou não, composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo 5 (cinco) membros, e suplentes em igual numero, acionistas ou não, eleitos pela assembléia geral.

A Lei das Sociedades Anônimas, em sua redação original, conferiu ao conselho fiscal, em princípio, a natureza de órgão colegial, a deliberar pela maioria de votos de seus membros. Embora a lei tenha atribuído ao conselho fiscal a natureza de órgão colegiado, tal princípio é relativo mediante a previsão da atuação individual de seus membros. Com efeito, a competência colegial do conselho fiscal poderia significar a opressão do representante das minorias acionárias. Nesse sentido, a possibilidade de atuação individual do conselheiro fiscal foi reforçada com a edição da lei nº 9.456/97 e, mediante a lei nº 10.303/01, aumentou-se o rol de possibilidades de atuação individual do conselheiro.

Cada conselheiro poderá discordar das opiniões dos demais ou das deliberações do conselho fiscal, apresentando voto em separado ou solicitando que sua opinião divergente seja registrada em ata. Dessa forma, o conselheiro dissidente será eximido de qualquer responsabilidade pela decisão tomada pelo conselho, conforme dispõe o § 2º do artigo 165 da Lei das Sociedades Anônimas.

Segundo o artigo 163 do mesmo diploma, compete ao conselho fiscal:

---

<sup>58</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em 14 de março de 2008.

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

II – opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembléia geral;

III – opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;

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

V – convocar a assembléia geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembléias as matérias que considerarem necessárias;

VI – analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;

VII – examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;

VIII – exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

A fiscalização a ser exercida pelo conselho fiscal sobre os atos dos administradores deve se restringir tão somente à verificação do atendimento dos seus deveres legais e estatutários. Assim, o órgão fiscalizador não possui competência para apreciar o conteúdo da gestão societária, ou seja, não lhe cabe entrar no julgamento do mérito e da conveniência das decisões empresariais tomadas pelos administradores.

Vale dizer que os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia, e não do grupo de acionistas que o elegeu, conforme explicitado pelo artigo 165, § 1º da Lei das Sociedades Anônimas. Assim, se o conselheiro

fiscal agir no interesse dos acionistas que o elegeram, sacrificando o interesse social e impedindo ou dificultando a companhia de atingir seu objeto social e lograr seus fins lucrativos, poderá ser responsabilizado pelos prejuízos causados por tal conduta antijurídica.

Também poderá ser responsabilizado o conselheiro que comprovadamente agir de forma abusiva no exercício de sua função. Para se configurar o abuso do conselheiro fiscal deve ficar demonstrado que a sua atuação visa (i) a causar dano à companhia, aos seus acionistas controladores ou minoritários, ou aos seus diretores e membros do conselho de administração; ou (ii) a obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.

#### 5.4 AUDITORIA INDEPENDENTE

A auditoria independente é um órgão de suma importância na aplicação das práticas de governança corporativa. Sua principal atribuição é apurar a veracidade e autenticidade das demonstrações financeiras preparadas pela diretoria, verificando, desse modo, se as informações fornecidas refletem adequadamente a realidade da companhia.

Sua composição é obrigatória nas companhias de capital aberto, devendo todos os auditores independentes ser registrados junto à CVM, auxiliando a referida autarquia na fiscalização das demonstrações financeiras prestadas.<sup>59</sup>

Cabe exclusivamente ao conselho de administração escolher os auditores independentes da companhia, determinando seus honorários e plano de trabalho, bem como avaliar seu desempenho. Caso a companhia possua um comitê de auditoria, caberá a este órgão tratar desses assuntos e submetê-los posteriormente ao conselho fiscal. Os conselheiros, por sua vez, deverão reportar ao comitê de auditoria ou, na falta desse, ao conselho de administração, os assuntos relativos a políticas contábeis, deficiências relevantes e falhas

---

<sup>59</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

Art. 177, § 3º: “As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e serão obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na mesma comissão.”

significativas nos controles e procedimentos internos, tratamentos contábeis alternativos, casos de discordâncias com a diretoria, avaliação de riscos e análise de possibilidade de fraudes, entre outros.<sup>60</sup>

O IBGC recomenda ainda que os auditores sejam contratados por um período pré-definido a fim de assegurar sua independência. Nada impede, contudo, que os mesmos sejam recontratados após uma avaliação formal e documentada a respeito de sua independência e desempenho elaborada pelo comitê de auditoria ou pelo conselho de administração, observadas as normas profissionais, legislação e os regulamentos em vigor.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>61</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em 14 de março de 2008.

## 6 POLÍTICAS DE FOMENTO

### 6.1 IBGC

Um importante marco do desenvolvimento e da difusão das boas práticas de governança corporativa no Brasil foi a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (“IBCA”), em 27 de novembro de 1995, com o objetivo de reunir e promover a formação de profissionais qualificados e que contribuíssem de fato para o desenvolvimento dos negócios e da gestão das companhias.

Em 1999, esta instituição ampliou seus objetivos, mudando sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – e lançou, com o apoio da BOVESPA, o primeiro código de melhores práticas de governança no país através de uma análise comparativa de 15 (quinze) códigos internacionais. A primeira versão do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” concentrou-se principalmente no conselho de administração, em seu funcionamento, composição e atribuições.

Em abril de 2001, o primeiro código foi revisado e os temas abordados, ampliados. Passou-se a tratar de propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse. A segunda edição do código abrangia também questões de transparência, prestação de contas, mudança de controle, *tag along*, conflitos de interesses, entre outras.

A terceira e atual versão do Código foi editada em 30 de março de 2004, em que novos temas foram incluídos, como responsabilidade corporativa, conselho de família, *free float*, maior detalhamento dos atributos e do escopo de atuação de conselheiros independentes e a constituição de comitê de auditoria, à luz dos requisitos da SOX. Também o princípio de responsabilidade corporativa passou a ser tratada nessa nova versão do Código, visando à perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientações de estratégia empresarial.

O IBGC é atualmente a principal referência e único órgão focado no desenvolvimento das melhores práticas de governança no país. Tem por objetivo “semear a transparência na gestão das empresas, a equidade entre os sócios, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa”, facilitando “o acesso das companhias ao mercado de capitais e a atração de investidores, resultando em maior criação de valor. Além disso, tem influenciado positivamente a alta gestão das empresas não listadas em bolsa”.<sup>62</sup>

## 6.2 CVM

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM – é uma autarquia federal destinada exclusivamente a regulamentar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Inspirada na *SEC* americana, foi criada em 7 de dezembro de 1976 pela lei nº 6.385/76 com o objetivo de, juntamente com a Lei das Sociedades Anônimas, disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus agentes, quais sejam, as sociedades anônimas abertas, os intermediários financeiros e seus investidores, além dos demais sujeitos que atuam nesse âmbito.

Criada inicialmente com o objetivo de assumir a função reguladora do mercado de capitais, antes exercida pelo Banco Central do Brasil, sua competência foi posteriormente ampliada para a condição de agência reguladora autônoma através da Medida Provisória nº 8 de 2001. No exercício de suas atribuições, a lei confere à CVM os poderes disciplinador, normativo e fiscalizador da atuação dos diversos integrantes do mercado, cabendo a esta autarquia disciplinar, entre outras, as seguintes matérias<sup>63</sup>:

- registro de companhias abertas;
- registro de distribuições de valores mobiliários;
- credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;

---

<sup>62</sup> Informações obtidas em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

<sup>63</sup> Informações obtidas em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

- organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- suspensão ou cancelamento de registros, credenciamento ou autorizações;
- suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretação de recesso da bolsa de valores.

A função primordial da CVM é zelar pela regularidade e confiabilidade do funcionamento do mercado. Contudo, não poderá exercer qualquer juízo de valor em relação às informações divulgadas pelas companhias sob o pretexto de evitar possíveis fraudes. Para tanto, a lei atribui à CVM competência para, mediante qualquer suspeita, apurar, julgar e punir possíveis irregularidades através da instauração de inquéritos administrativos, onde práticas ilegais serão devidamente identificadas, investigadas, coibidas e punidas. As penalidades que a CVM pode atribuir variam desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, além da possibilidade de aplicação de multas pecuniárias, conforme o caso.

Ademais, poderá a CVM participar de qualquer processo judicial que envolva o mercado de valores mobiliários sob a condição de *amicus curiae*, assessorando o Poder Judiciário por meio do oferecimento de provas ou elaboração de pareceres.

De uma maneira geral, a CVM atua no mercado de capitais através da indução de comportamento, da auto-regulação e da autodisciplina na persecução de seus objetivos, nele intervindo efetivamente sempre que tal procedimento não se mostrar suficientemente eficaz. Como principais objetivos da CVM, podemos citar:<sup>64</sup>

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;

---

<sup>64</sup> Informações obtidas em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Por meio de sua experiência adquirida ao longo de 25 (vinte e cinco) anos, e através da análise da experiência de outros países, bem como de relatórios, pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais, a CVM publicou em junho de 2002 sua cartilha com recomendações sobre governança corporativa (“Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”). Seu objetivo era orientar em questões que pudessem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. Desta forma, buscou-se estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, orientando todos os agentes dele participantes e divulgando as boas práticas de governança corporativa, ressaltadas as peculiaridades do mercado interno.

Embora não constituam uma norma passível de sanção em caso de descumprimento, as Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa funcionam como diretrizes gerais para o mercado a respeito das práticas de governança corporativa, com padrões de conduta superiores aos exigidos em lei ou regulamentações da própria CVM. A cartilha traz em seu conteúdo recomendações relativas à transparência, conselho de administração, proteção aos acionistas minoritários, auditoria e demonstrações financeiras.

Assim, a publicação desta cartilha, em conjunto com a divulgação de relevantes instruções normativas, tais como as IN 457, 449, 461, além da Deliberação 525 pela CVM, representaram uma importante evolução do arcabouço regulatório, proporcionando aos investidores estrangeiros e locais um ambiente seguro e transparente para negociação.

### 6.3 BOVESPA

Bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos e com funções de interesse público. Seu papel é basicamente o de oferecer um mercado para a cotação dos títulos nela registrados, orientando e fiscalizando os serviços prestados, e divulgar informações sobre as empresas e negócios realizados sob seu controle. Desta forma, propiciam liquidez às aplicações por intermédio de um mercado contínuo.

Tanto as bolsas de valores quanto as entidades de mercados de balcão organizado são peças fundamentais para a implementação de práticas qualitativas de governança corporativa nas companhias de capital aberto. Tais órgãos funcionam como auxiliares da CVM e têm a prerrogativa de entidades auto-reguladoras, possuindo autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

Tendo em vista o crescimento das discussões em torno do tema governança corporativa, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – lançou, em 11 de dezembro de 2000, três novos segmentos de listagem para a negociação de ações emitidas por companhias abertas brasileiras,<sup>65</sup> além do mercado tradicional já existente: os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2 e o Novo Mercado. O objetivo foi o de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias listadas, significando, assim, um importante passo auto-regulatório no mercado de capitais brasileiro.

Os segmentos especiais de listagem da BOVESPA são destinados à negociação de ações emitidas por companhias comprometidas, de maneira voluntária, com práticas de governança corporativa superiores àquelas já exigidas pela legislação brasileira, aumentando a qualidade das informações prestadas aos investidores, conferindo maior credibilidade ao

---

<sup>65</sup> Houve, ainda, a instituição pela BOVESPA da Câmara Arbitral, com base no § 2º do art. 21 da Lei de Arbitragem. Nesse particular, observe-se que a solução de controvérsias obrigatoriamente por meio da arbitragem constitui um dos alicerces da boa governança corporativa. A Câmara Arbitral tem, em um primeiro momento, a finalidade de atuar na composição de conflitos que possam surgir nos segmentos diferenciados de listagem. A intenção da BOVESPA ao instituir a Câmara Arbitral não foi apenas esta, a outra finalidade da Câmara Arbitral é que a mesma seja um foro especializado para solução de controvérsias relacionadas à Lei das Sociedades Anônimas e ao mercado de valores em geral.

mercado acionário e, conseqüentemente, gerando maior confiança dos investidores e reduzindo os custos de captação de recursos.

A adesão das companhias em cada um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa depende do grau de compromisso assumido pelas companhias, formalizado através de um contrato celebrado entre a BOVESPA e a companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Seu descumprimento gera a aplicação de sanções tais como multas, suspensão da negociação das ações e rescisão do contrato de adoção de práticas diferenciadas.

Para a listagem em qualquer um desses segmentos especiais, a companhia precisa (i) ser sociedade anônima aberta devidamente registrada na CVM; (ii) estar registrada na BOVESPA; (iii) celebrar, juntamente com a BOVESPA, um contrato de adoção da práticas diferenciadas de governança corporativa; (iv) obedecer ao regulamento de cada segmento especial, conforme o caso; e (v) fazer com que todos os seus administradores, conselheiros fiscais e diretores subscrevam um termo de anuência dos administradores, sem o qual a posse nos respectivos cargos é inválida.

Pode-se afirmar que a adesão aos segmentos especiais da BOVESPA é uma iniciativa valorizada pelo mercado, conforme demonstram os índices de negociação. Atualmente, há na BOVESPA 449 (quatrocentas e quarenta e nove) empresas listadas, sendo 20,7% (vinte vírgula sete por cento) delas inseridas no Novo Mercado; 4,5% (quatro vírgula cinco por cento) no Nível 2; 9,8% (nove vírgula oito por cento) no Nível 1; e os demais 65% (sessenta e cinco por cento) ainda representados pela listagem básica. No entanto, se entendermos estes números para o critério de capitalização de mercado, em janeiro de 2008, apenas 45,4% (quarenta e cinco vírgula quatro) estão representados pela listagem básica. Se considerarmos o volume financeiro no mesmo mês, o segmento básico representou apenas 32% (trinta e dois por cento) do total negociado.<sup>66</sup>

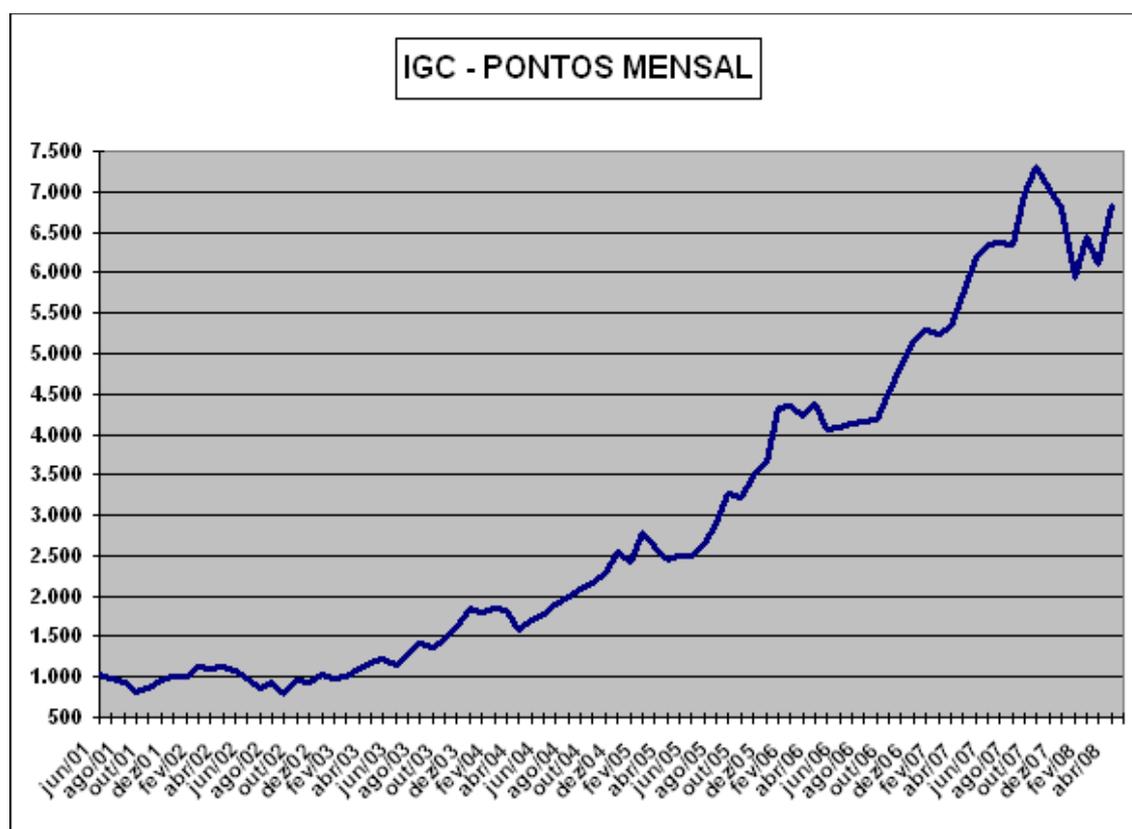
Não obstante, estudos comprovam que investidores estão propensos a pagar prêmios maiores para empresas com boas práticas de governança. Como exemplo, a rentabilidade do IGC apresentou retorno positivo de 492,6% (quatrocentos e noventa e dois vírgula seis por cento) até janeiro de 2008, enquanto o Ibovespa obteve crescimento de 309,7% (trezentos e nove vírgula sete por cento) no mesmo período.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> ACHÉ, Rodrigo. Op. cit.

<sup>67</sup> ACHÉ, Rodrigo. Op. cit.

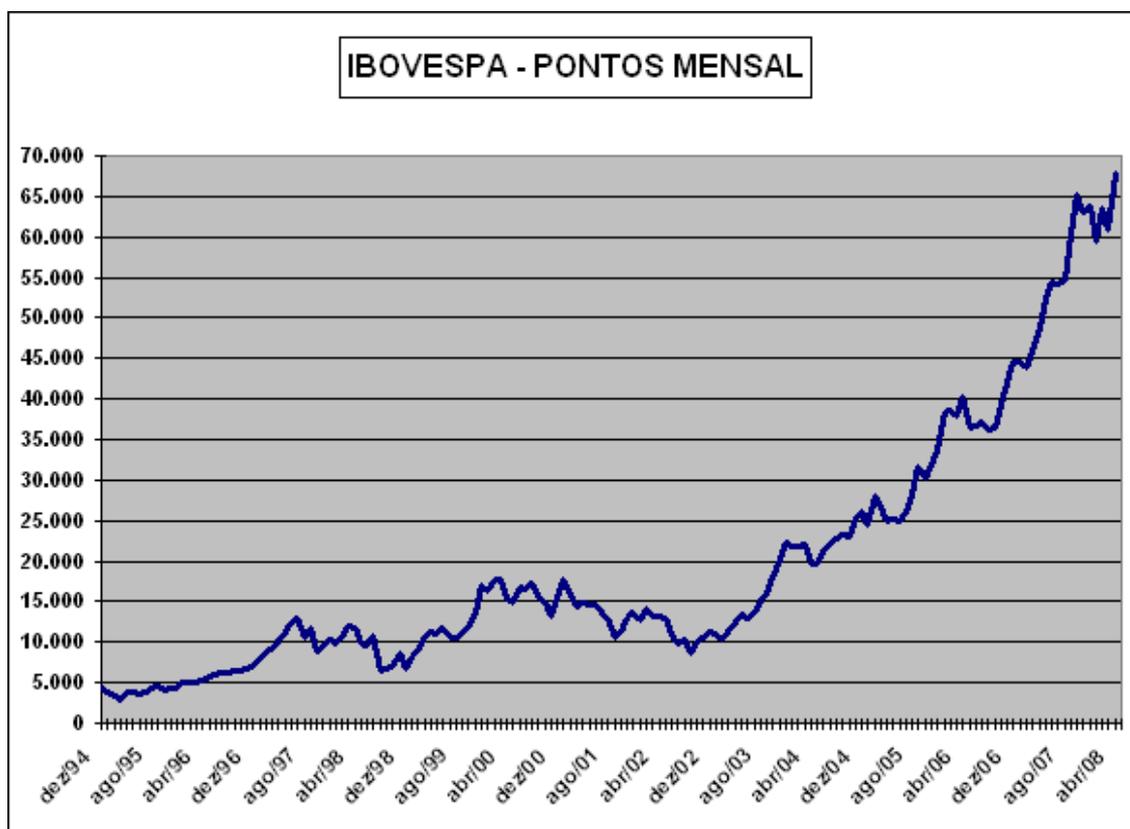
IGC, ou Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, é um indicativo da BOVESPA que tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, cujas ações sejam negociadas no Novo Mercado ou estejam classificadas nos níveis 1 ou 2 da BOVESPA. Abaixo, gráfico ilustrativo do desempenho das negociações das ações de empresas inseridas no IGC desde a sua criação, em junho de 2001, até abril de 2008:



**Gráfico 1.** Evolução Mensal do IGC<sup>68</sup>

Ibovespa, ou Índice Bovespa, criado em 1968, tem por finalidade básica servir como indicador médio do comportamento do mercado brasileiro, reunindo os papéis mais negociados na bolsa, os quais representam mais de 80% (oitenta por cento) dos negócios e do volume financeiro registrado. A evolução do índice, conforme demonstrado no gráfico abaixo, reflete os principais fatos econômicos dos últimos tempos, a evolução das empresas brasileiras e, conseqüentemente, o nível de confiança do investidor.

<sup>68</sup> Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.



**Gráfico 2.** Evolução Mensal do Ibovespa<sup>69</sup>

Abaixo, gráfico comparativo<sup>70</sup> da evolução do IGC e do Ibovespa, no período compreendido entre junho de 2001 e abril de 2008, e dos índices IBrX e IBrX-50, índices que medem o retorno de uma carteira teórica composta por 100 e 50 ações respectivamente, selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.<sup>71</sup>

<sup>69</sup> Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>70</sup> Disponível em <www.acionista.com.br/graficos\_comparativos/graficos\_comparativos.htm>. Acesso em 02 de junho de 2008.

<sup>71</sup> Informações obtidas em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.



**Gráfico 3.** Comparativo dos Principais Índices da BOVESPA

Nas práticas de boa governança estabelecidas pela BOVESPA, o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como a qualidade das informações prestadas pelas empresas, aumenta de acordo com os diferentes segmentos de listagem oferecidos ao mercado, através dos quais busca-se uma menor volatilidade das ações e retornos acima da média do mercado, dependendo das regras impostas em cada nível diferenciado.

Abaixo, serão analisados separadamente os diferentes segmentos de listagem especial da BOVESPA, quais sejam, o Nível 1, o Nível 2, o Novo Mercado e, o mais recente, Bovespa Mais, bem como as principais regras pertinentes a cada um.

### 6.3.1 O Nível 1

O segmento Nível 1 caracteriza-se basicamente pela prestação de informações adicionais pelas companhias ao mercado, que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa,

pela liquidez das ações e pela dispersão acionária. Além disso, as companhias listadas nesse segmento não devem ter partes beneficiárias. Dentre as principais obrigações deste segmento estão:

- manutenção em circulação de parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital (*free float*);
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, como 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 acordo de acionistas e programas de *stock option*;
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos; etc.<sup>72</sup>

Atualmente, existem 43 (quarenta e três) companhias listadas no segmento Nível 1 da BOVESPA conforme quadro constante do Anexo A do presente estudo, dentre as quais destacam-se Aracruz Celulose S.A., Banco Bradesco S.A., Brasil Telecom S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás, Companhia Vale do Rio Doce, Gerdau S.A., Sadia S.A. e Votorantim Celulose e Papel S.A.<sup>73</sup>

### 6.3.2 O Nível 2

As companhias listadas no segmento Nível 2 se comprometem em cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, se comprometem com práticas relativas aos direitos

---

<sup>72</sup> Informações obtidas no *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1*, BOVESPA. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>73</sup> Informações obtidas em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

dos acionistas e ao conselho de administração. Dentre as principais práticas deste segmento, podemos destacar:

- mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou 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% (setenta por cento) 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.<sup>74</sup>

A principal diferença entre este segmento e o Novo Mercado encontra-se na possibilidade de emissão de ações preferenciais. Enquanto as companhias listadas no Novo Mercado possuem apenas ações ordinárias, ou seja, com direito a voto, as companhias listadas no segmento Nível 2 possuem ações preferenciais, embora com direito a voto em algumas matérias. Por essa razão, o Novo Mercado destina-se principalmente a companhias que ainda irão abrir seu capital, enquanto o Nível 2 é voltado às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na BOVESPA.<sup>75</sup>

De acordo com a BOVESPA, 20 (vinte) companhias estão listadas neste segmento atualmente, conforme quadro constante do Anexo B, dentre as quais destacam-se ALL América Latina Logística S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Marcopolo S.A., Net Serviços de Comunicação S.A., Saraiva S.A. Livreiros Editores, Suzano Petroquímica S.A. e TAM S.A.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> Informações obtidas no *Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2*, BOVESPA. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>75</sup> *Regulamento de Listagem do Nível 2*, BOVESPA. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>76</sup> Informações obtidas em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

### 6.3.3 O Novo Mercado

Inspirado no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997, o chamado Novo Mercado é o patamar mais alto de adoção de práticas de governança corporativa, direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital e que reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Dentre as principais práticas do Novo Mercado, destacam-se:

- a emissão exclusiva de ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto;
- manutenção em circulação de ações representativas de ao menos 25% (vinte e cinco por cento) do capital social (*free float*);
- realização de ofertas públicas favorecendo a dispersão do capital;
- extensão a todos os acionistas das condições obtidas pelo controlador em caso de venda do bloco de controle da companhia;
- adoção das normas internacionais de contabilidade nas demonstrações financeiras; e
- conselho de administração composto por no mínimo 5 (cinco) membros eleitos pela assembleia geral, dos quais pelo menos 20% (vinte por cento) deverão ser independentes<sup>77</sup> e com mandato unificado de 1 (um) ano;
- a companhia não deverá ter partes beneficiárias.<sup>78 e 79</sup>

---

<sup>77</sup> Caracteriza-se por conselheiro independente, conforme definição do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2: “(i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos três anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos três anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).”

<sup>78</sup> Títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, emitidos por sociedades anônimas que atribuem a seus titulares participação limitada nos lucros da companhia. Não são sócios, mas participantes nos lucros anualmente apurados pela sociedade.

<sup>79</sup> Informações obtidas no *Regulamento de Listagem do Novo Mercado*, BOVESPA. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

Atualmente, existem 95 (noventa e cinco) companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA, conforme quadro constante do Anexo C do presente trabalho, dentre as quais: American Banknote S.A., Amil Participações S.A., Banco do Brasil S.A., Bolsa de Mercadorias e Futuros – BMF S.A., Bovespa Holding S.A., Braskem Residential Properties S.A., Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., Light S.A., Lojas Renner S.A., Natura Cosméticos S.A. e Perdigão S.A.<sup>80</sup>

#### 6.3.4 Bovespa Mais

Além dos segmentos acima apresentados, a BOVESPA criou o Bovespa Mais - Mercado de Ações para o Ingresso de S.A.s - um segmento de balcão organizado que visa à ampliação gradual da base acionária de companhias que desejam ingressar no mercado de capitais, viabilizando sua exposição e apoiando sua evolução em termos de transparência, ampliação de base de acionistas e liquidez.

Tal segmento foi idealizado com vistas a tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um maior número de empresas, em especial àquelas particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.<sup>81</sup>

As empresas listadas no Bovespa Mais assumem o compromisso de garantir mais direitos e informações aos investidores, aderindo a práticas avançadas de governança corporativa, com regras semelhantes a do Novo Mercado.

De acordo com a BOVESPA, apenas a companhia Nutriplant Indústria e Comércio S.A. encontra-se listada atualmente nesse segmento.<sup>82</sup>

A tabela abaixo ilustra as principais características e diferenças entre os segmentos de listagem ora analisados:

---

<sup>80</sup> Informações obtidas em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>81</sup> Informações obtidas no *Folheto de Apresentação do Bovespa Mais*, BOVESPA. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.

<sup>82</sup> Informações obtidas em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.

Tabela Comparativa dos Segmentos de Listagem da BOVESPA<sup>83</sup>

	<b>BOVESPA MAIS</b>	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>TRADICIONA L</b>
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
<b>Conselho de Administração</b>	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
<b>Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional</b>	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

<sup>83</sup> Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 25 de março de 2008.

#### 4 O CONFLITO DE AGÊNCIA

Em 1933, Adolf Berle e Gardiner Means identificaram em seus estudos o fenômeno da dissociação entre a propriedade das companhias, detida pelos acionistas, de seu efetivo controle, exercido por seus diretores e administradores através do chamado controle gerencial. Tal conjuntura, muito comum em companhias de capital pulverizado e controle difuso, é considerada como a origem do chamado conflito de agência.

Baseado no fenômeno da separação identificado por Berle e Means, Jensen e Meckling,<sup>84</sup> em 1976, desenvolveram a visão contratual da empresa, buscando analisar a chamada “relação de agência”, através da qual uma ou mais pessoas (mandatários) delegam a outra (o agente) a prerrogativa de prestar algum serviço ou tomar decisões em seus nomes e interesses. Verificaram, contudo, que nem sempre tais agentes agem em prol dos interesses dos mandatários, seja por negligência, incompetência ou má-fé, e passam a agir de acordo com seus interesses pessoais. O problema da agência, ou conflito de agência, surge, então, do conflito de interesses entre outorgantes e outorgados, ou seja, entre detentores da propriedade e detentores do poder ou, simplesmente, entre os proprietários e o efetivo controlador.

Em decorrência do conflito de agência, originado do conflito de interesses entre proprietários e controladores, investidores institucionais começaram a buscar meios de evitar a expropriação de sua riqueza, a fim de assegurar melhores resultados para seus investimentos. Desta forma, passaram a agir contra os abusos cometidos pelos controladores, estimulando, assim, o surgimento das bases da governança corporativa. Jensen e Meckling<sup>85</sup> identificaram os custos inerentes a tal esforço como “os custos de agência”, os quais incluem:

- custos de criação e estruturação de contratos entre os proprietários e o controlador;
- gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- gastos com a atividade do controlador em sua relação com os proprietários;
- perdas residuais decorrentes da diminuição da riqueza dos proprietários gerada por eventuais divergências com o controlador.

---

<sup>84</sup> JENSEN, Michael; MECKLING, William H., *The Nature of Man* (Harvard Univ. Press, 1998)

<sup>85</sup> Loc. cit.

Tal fenômeno da dissociação da propriedade de seu efetivo controle, entretanto, restringe-se às companhias com controle disperso, cujo capital encontra-se pulverizado no mercado mobiliário. Neste cenário, o conflito de agência é travado entre acionistas e administradores ou diretores, os quais acabam por assumir efetivamente o controle das companhias, votando em nome dos diversos acionistas nas assembleias gerais por meio de procurações por estes outorgadas, conhecidas como *proxy fights*. Com efeito, casos de extrema dispersão acionária inviabilizam a configuração da situação de controle, pois “nenhum acionista está em condições, apenas através de sua propriedade, de fazer pressões importantes sobre a administração ou de usar sua propriedade como um núcleo considerável para a acumulação dos votos necessários ao controle”.<sup>86</sup> Desta forma, a inviabilidade do exercício do poder de controle pelo próprio acionista implica em um deslocamento do centro decisório, que passa a ser ocupado pelos administradores das companhias, caracterizando o controle gerencial ou *management control*.

Diversamente do que ocorre nas companhias de capital pulverizado, caracterizado pelo controle gerencial, muito comum nos Estados Unidos e na Inglaterra, o mercado de capitais brasileiro é marcado essencialmente pela concentração das ações das companhias nas mãos de um acionista ou grupo de acionistas. Nesse caso, diz-se que o controle é derivado do mecanismo acionário.

Segundo Ricardo Ferreira de Macedo, essa forma de controle pode configurar-se “de forma majoritária ou minoritária, conforme seja fundado, respectivamente, na propriedade de número superior ou inferior à metade das ações votantes de uma companhia”.<sup>87</sup> Conforme define o referido autor:

*a hipótese comumente denominada ‘controle minoritário’ diz respeito à situação em que se observa dispersão acionária tal que nenhum acionista ou grupo organizado de acionistas detenha, individualmente, mais da metade das ações votantes da companhia, possibilitando, deste modo, que a maioria forme-se de maneira eventual nas assembleias gerais. Nesses casos, imporá sua vontade à assembleia o acionista ou grupo de acionistas que, dentre os presentes, possuir maior número de ações votantes.*<sup>88</sup>

---

<sup>86</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. Op. cit. p. 94.

<sup>87</sup> MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 118, p. 167-198.

<sup>88</sup> Loc. cit.

Assim, o controle minoritário ocorre quando a formação da maioria efetiva nas assembleias gerais se dá de maneira eventual, verificada em cada caso, ou quando um acionista detenha menos da metade das ações totais da companhia, mas a maioria das ações com direito a voto, o qual será controlador mesmo sendo minoritário. Por conseguinte, o chamado “controle majoritário” caracteriza-se por não ser eventual, mas previamente determinado em razão da maioria das ações da companhia concentrarem-se nas mãos de um acionista ou grupo organizado de acionistas, como por exemplo, através de um acordo de acionista. Em ambas as hipóteses, o controle acionário sempre dependerá da maioria relativa dos acionistas, ou seja, da maioria dos presentes nas assembleias gerais, sendo ele majoritário ou minoritário. Por isso, mais adequado seria classificar o controle acionário não como minoritário e majoritário, mas sim como majoritário eventual e majoritário estável.

Independentemente da nomenclatura utilizada e do controle acionário ser minoritário ou majoritário, o conflito de interesses nas companhias de controle concentrado se dá entre acionistas controladores e acionistas não-controladores, e não entre acionistas e administradores, como nos mercados de controle difuso. Conseqüentemente, as diretrizes da governança corporativa estabelecidas nos mercados de controle gerencial e originadas do conflito de interesses entre acionistas e administradores não pode ser plenamente aplicada aos mercados de controle acionário. Nesse caso, os princípios de governança corporativa devem voltar-se à proteção dos interesses dos acionistas não-controladores, estabelecendo formas de controle sobre os atos dos acionistas controladores, prevenindo, sobre tudo, práticas abusivas de controle.

Importante salientar que, conforme mencionado, o acionista controlador não será necessariamente o acionista majoritário, detentor da maioria das ações de uma companhia. O acionista controlador caracteriza-se por possuir a maioria das ações da companhia com direito a voto e, portanto, com poder decisivo. Assim, mesmo um acionista minoritário poderá ser controlador e, portanto, as práticas de governança corporativa nos mercados de controle concentrado devem direcionar-se de uma maneira geral à proteção dos acionistas não-controladores. A própria Lei das S.A. traz em seu artigo 116 a definição legal de acionista controlador:<sup>89</sup>

---

<sup>89</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

*Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum que:*

*a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e*

*b) usam efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.*

Dessa forma, a legislação brasileira estabeleceu mecanismos específicos para coibir o exercício abusivo do poder de controle dos acionistas controladores em detrimento dos interesses do grupo não controlador, dotando-o de mecanismos de monitoramento da gestão empresarial. A criação de conselhos fiscais e administrativos, câmaras de arbitragem e auditorias independentes tornaram-se peças chaves nas práticas de governança. Dentre os principais dispositivos constantes da Lei das Sociedades Anônimas e normativos emitidos pela CVM merecem destaque:

(i) a disciplina do abuso do direito de voto e do conflito de interesses, determinando que o acionista exerça seu direito a voto no interesse da companhia não podendo, para tanto, votar nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, à aprovação de suas contas como administrador nem em quaisquer outras que possam beneficiá-lo em particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia (art. 115 da Lei das S.A.);

(ii) a determinação das responsabilidades do acionista controlador, o qual responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder (art. 117 da Lei das S.A. e Instrução CVM 323/2000);

(iii) a obrigatoriedade da publicação das demonstrações financeiras (art. 133 da Lei das S.A.);

(iv) a representação equânime no conselho de administração por meio da adoção do processo de voto múltiplo (art. 141 da Lei das S.A. e Instrução CVM 165/1991); e

(v) a criação do conselho fiscal com o objetivo de fiscalizar os atos dos administradores.

Assim, os dispositivos legais, juntamente com as normas estatutárias que cada companhia voluntariamente adota com vistas à implementação da boa governança, constituem um mecanismo de proteção aos acionistas, reduzindo o chamado conflito de agência e

estimulando o interesse dos investidores. Como exemplo da efetividade das normas legais e estatutárias de governança corporativa, o célebre caso Arcelor-Mittal,<sup>90</sup> em que a empresa Mittal Steel Company N.V., ao adquirir o controle da empresa Arcelor S.A., se viu obrigada a realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) aos acionistas minoritários da Arcelor Brasil S.A., subsidiária da Arcelor S.A., por determinação da CVM com base em seu estatuto social. No referido episódio, os acionistas minoritários tiveram seu direito resguardado, demonstrando-se, assim, a efetividade e importância da governança corporativa nas relações empresariais.

---

<sup>90</sup> Processo Administrativo CVM RJ 2006/6209. Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de maio de 2008.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo dedicou-se à análise do instituto da governança corporativa e sua importância ao aperfeiçoamento e desenvolvimento do mercado de capitais. Procurou-se definir o conceito de governança corporativa e sua aplicação prática nas relações empresariais como instrumento de alinhamento de interesses e alocação mais eficiente do capital.

Através de uma retrospectiva histórica, foi possível estabelecer as bases da governança corporativa, assunto que ganhou notoriedade mundial com os grandes escândalos financeiros envolvendo diversas corporações nos Estados Unidos, e que causaram sérios prejuízos ao mercado, despertando a atenção da sociedade em geral para a relevância do tema.

O movimento pela governança corporativa se fortaleceu em meados da década de 1980, nos EUA. Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento dos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando inicialmente à Inglaterra, e depois se estendendo pelo restante da Europa. Surge no Brasil na última década como instrumento de proteção ao acionista não-controlador em um mercado no qual o controle encontra-se concentrado nas mãos de uma minoria.

Nos últimos anos, governança corporativa tornou-se preocupação central para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo, na medida em que os investidores globais estão cada vez mais exigentes com relação a seus investimentos. Tal afirmação pode ser constatada no Brasil através de diversas iniciativas, como os poderes atribuídos à CVM, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, a criação do Novo Mercado pela BOVESPA e a adesão voluntária de diversas empresas.

As boas práticas de governança corporativa, desde seu surgimento, vêm buscando proporcionar melhoras significativas na gestão das empresas e no ambiente regulatório, além de maior proteção aos investidores. Nesse sentido, demonstrou-se que uma administração competente aliada a uma política de transparência e prestação de contas pode gerar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia.

Por meio do presente trabalho pretendeu-se expor os aspectos gerais de governança corporativa, entendida como o sistema através do qual as sociedades são dirigidas e

monitoradas com a finalidade de otimizar seu desempenho e ao mesmo tempo proteger os interesses das partes relacionadas.

Apesar da abrangência do tema, o presente estudo é centrado na identificação dos elementos de práticas de boa governança adotadas pelas empresas na busca pela geração de valor e melhoria da relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas não-controladores, bem como a sociedade como um todo.

Por fim, foram apresentadas as diferentes formas de aplicação dos instrumentos da governança corporativa, de acordo com a necessidade de cada mercado, seja ele de controle difuso ou concentrado, e em razão de suas peculiaridades quanto à diversa manifestação do conflito de agência, origem da governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

ACHÉ, Rodrigo. Boas regras de governança corporativa, bons negócios. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 05 de março de 2008. Disponível em <[www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)>. Acesso em 12 de março de 2008.

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

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Alisa. *Corporate Governance and Control*. National Bureau of Economic Research, 2002.

BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 16 de out. 2007.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*, 83, 1<sup>st</sup> ed. Transaction, 2000.

BLACK, Bernard. *Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S.*, in Peter Newman, ed.: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Macmillan Reference Limited, London and Basingstoke, 1998.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 16 de out. 2007.

BOCATER, Maria Isabel. *O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – Aperfeiçoamentos recentes*, 1999.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 16 de out. 2007.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em 25 de março de 2008.

BRANCO, Adriano Castello. *O conselho de administração nas sociedades anônimas*. 2ª ed. – Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007.

BRASIL. Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 de dezembro de 1964. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

BRASIL. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 14 de julho de 1965. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 31 de outubro de 2001. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em 25 de janeiro de 2008.

CHIODARO, Renato. Novo Mercado e Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v.16, p.268, abr-jun. 2002.

COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. *Journal of Law and Economics*, 1960.

CREDIT LYONNAIS. *The Tide's Gone out: Who's swimming naked?* Emerging Markets Equity Research, 2000.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. 11 p. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em janeiro de 2008.

DOMINGOS, Marcelo. Da governança corporativa à reputação organizacional. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2008. Disponível em <[www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)>. Acesso em 12 de março de 2008.

DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Edward Elgar Publishing, 2004.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006. p. 36.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2ª ed. São Paulo, abr. 2001. Disponível em <[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)>. Acesso em 14 de março de 2008.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001. p. 45.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1. p. 95.

LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. *Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro – Ensaio de uma reflexão crítica e comparada*. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 111.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 118, p. 167-198.

MENDES, Gilmar de Melo; RODRIGUES, José Antônio. *Governança corporativa: estratégia para geração de valor*. – Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. *OECD principles of corporate governance*. Paris: OECD, 2004. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em 16 de março de 2008.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. *Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados*. – São Paulo: Atlas, 2006.

PARENTE, Norma. Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v.5, n.15, p.81-90, jan-mar. 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance*. *Journal of Finance*, v. 52, n.2, p. 737-783, 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara (organizadores). *Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil*. – São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, Guilherme Vieira da. A governança corporativa e o desenvolvimento do mercado. *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 7 de julho de 2004 – Ano III – no. 899.

SILVA, Guilherme Vieira. *Corporate Governance in control-concentrated markets: myth or reality?* LL.M. candidate at Northwestern School of Law.

SMITH, Adam. *The Wealth of the Nations*, 361. Prometheus Books, 1991.  
STANDARD & POOR'S. *Contry Governance Study*. 2004.

SZTAJN, Rachel. A Responsabilidade Social da Companhia. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 114, p. 34-50. abr-jun. 1999.

TRINDADE, Marcelo. *O Papel da CVM e o Mercado de Capitais no Brasil*. SADDI, Jairo, org. São Paulo: IOB, 2002. p. 297-329. p. 309

UMA contribuição para o aperfeiçoamento da governança corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v.6, p.289, set-dez. 1999.

V. ROSENBERG, Hilary. *A traitor to his class: Robert A. G. Monks and the battle to change corporate America*. John Wiley & Sons, 1999.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 16 de out. 2007.

WALD, Arnold. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: v. 5, n. 15. p. 53-78, jan-mar. 2002.

ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance* forthcoming in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. University of Chicago, NBER & CEPR, 1997.

## ANEXO A –

COMPANHIAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 1 DA BOVESPA<sup>91</sup>

Razão Social	Nome de Pregão
<a href="#">ARACRUZ CELULOSE S.A.</a>	<a href="#">ARACRUZ</a>
<a href="#">BCO BRADESCO S.A.</a>	<a href="#">BRADESCO</a>
<a href="#">BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.</a>	<a href="#">CRUZEIRO SUL</a>
<a href="#">BCO DAYCOVAL S.A.</a>	<a href="#">DAYCOVAL</a>
<a href="#">BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.</a>	<a href="#">BANRISUL</a>
<a href="#">BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.</a>	<a href="#">BICBANCO</a>
<a href="#">BCO INDUSVAL S.A.</a>	<a href="#">INDUSVAL</a>
<a href="#">BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.</a>	<a href="#">ITAUBANCO</a>
<a href="#">BCO PANAMERICANO S.A.</a>	<a href="#">PANAMERICANO</a>
<a href="#">BCO PINE S.A.</a>	<a href="#">PINE</a>
<a href="#">BCO SOFISA S.A.</a>	<a href="#">SOFISA</a>
<a href="#">BRADESPAR S.A.</a>	<a href="#">BRADESPAR</a>
<a href="#">BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.</a>	<a href="#">BRASIL T PAR</a>
<a href="#">BRASIL TELECOM S.A.</a>	<a href="#">BRASIL TELEC</a>
<a href="#">BRASKEM S.A.</a>	<a href="#">BRASKEM</a>
<a href="#">CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS</a>	<a href="#">ELETROBRAS</a>
<a href="#">CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO</a>	<a href="#">CESP</a>
<a href="#">CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO</a>	<a href="#">P.ACUCAR-CBD</a>
<a href="#">CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG</a>	<a href="#">CEMIG</a>
<a href="#">CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA</a>	<a href="#">CEDRO</a>
<a href="#">CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA</a>	<a href="#">TRAN PAULIST</a>
<a href="#">CIA VALE DO RIO DOCE</a>	<a href="#">VALE R DOCE</a>
<a href="#">CONFAB INDUSTRIAL S.A.</a>	<a href="#">CONFAB</a>
<a href="#">DURATEX S.A.</a>	<a href="#">DURATEX</a>
<a href="#">FRAS-LE S.A.</a>	<a href="#">FRAS-LE</a>
<a href="#">GERDAU S.A.</a>	<a href="#">GERDAU</a>
<a href="#">ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.</a>	<a href="#">ITAUSA</a>
<a href="#">KLABIN S.A.</a>	<a href="#">KLABIN S/A</a>
<a href="#">MANGELS INDUSTRIAL S.A.</a>	<a href="#">MANGELS INDL</a>
<a href="#">METALURGICA GERDAU S.A.</a>	<a href="#">GERDAU MET</a>
<a href="#">PARANA BCO S.A.</a>	<a href="#">PARANA</a>
<a href="#">PARANAPANEMA S.A.</a>	<a href="#">PARANAPANEMA</a>
<a href="#">RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES</a>	<a href="#">RANDON PART</a>
<a href="#">S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR</a>	<a href="#">VIGOR</a>
<a href="#">SADIA S.A.</a>	<a href="#">SADIA S/A</a>
<a href="#">SAO PAULO ALPARGATAS S.A.</a>	<a href="#">ALPARGATAS</a>

<sup>91</sup> Disponível em <www.bovespa.com.br> (Empresas Listadas / Pesquisa / Por Segmento). Acesso em 25 de março de 2008.

<a href="#"><u>SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.</u></a>	<a href="#"><u>SUZANO PAPEL</u></a>
<a href="#"><u>ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.</u></a>	<a href="#"><u>ULTRAPAR</u></a>
<a href="#"><u>UNIBANCO HOLDINGS S.A.</u></a>	<a href="#"><u>UNIBANCO HLD</u></a>
<a href="#"><u>UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.</u></a>	<a href="#"><u>UNIBANCO</u></a>
<a href="#"><u>UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.</u></a>	<a href="#"><u>UNIPAR</u></a>
<a href="#"><u>USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS</u></a>	<a href="#"><u>USIMINAS</u></a>
<a href="#"><u>VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.</u></a>	<a href="#"><u>V C P</u></a>

## ANEXO B –

COMPANHIAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 2 DA BOVESPA<sup>92</sup>

Razão Social	Nome de Pregão
<a href="#">ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.</a>	<a href="#">ALL AMER LAT</a>
<a href="#">ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A</a>	<a href="#">ANHANGUERA</a>
<a href="#">BCO ABC BRASIL S.A.</a>	<a href="#">ABC BRASIL</a>
<a href="#">CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</a>	<a href="#">CELESC</a>
<a href="#">ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.</a>	<a href="#">ELETROPAULO</a>
<a href="#">EQUATORIAL ENERGIA S.A.</a>	<a href="#">EQUATORIAL</a>
<a href="#">ESTACIO PARTICIPACOES S.A.</a>	<a href="#">ESTACIO PART</a>
<a href="#">GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.</a>	<a href="#">GOL</a>
<a href="#">KROTON EDUCACIONAL S.A.</a>	<a href="#">KROTON</a>
<a href="#">MARCOPOLO S.A.</a>	<a href="#">MARCOPOLO</a>
<a href="#">MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.</a>	<a href="#">MULTIPLAN</a>
<a href="#">NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.</a>	<a href="#">NET</a>
<a href="#">SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.</a>	<a href="#">SANTOS BRP</a>
<a href="#">SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES</a>	<a href="#">SARAIVA LIVR</a>
<a href="#">SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A</a>	<a href="#">SEB</a>
<a href="#">SUL AMERICA S.A.</a>	<a href="#">SUL AMERICA</a>
<a href="#">SUZANO PETROQUIMICA S.A.</a>	<a href="#">SUZANO PETR</a>
<a href="#">TAM S.A.</a>	<a href="#">TAM S/A</a>
<a href="#">TERNA PARTICIPACOES S.A.</a>	<a href="#">TERNA PART</a>
<a href="#">UNIVERSO ONLINE S.A.</a>	<a href="#">UOL</a>

<sup>92</sup> Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> (Empresas Listadas / Pesquisa / Por Segmento). Acesso em 25 de março de 2008.

## ANEXO C –

COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA BOVESPA<sup>93</sup>

Razão Social	Nome de Pregão
<u>ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.</u>	<u>ABYARA</u>
<u>ACUCAR GUARANI S.A.</u>	<u>GUARANI</u>
<u>AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.</u>	<u>AGRA INCORP</u>
<u>AMERICAN BANKNOTE S.A.</u>	<u>ABNOTE</u>
<u>AMIL PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>AMIL</u>
<u>B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO</u>	<u>B2W VAREJO</u>
<u>BCO BRASIL S.A.</u>	<u>BRASIL</u>
<u>BCO NOSSA CAIXA S.A.</u>	<u>NOSSA CAIXA</u>
<u>BEMATECH IND E COM EQUIP. ELETRONIC S.A.</u>	<u>BEMATECH</u>
<u>BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.</u>	<u>BMF</u>
<u>BOVESPA HOLDING S.A.</u>	<u>BOVESPA HLD</u>
<u>BR MALLS PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>BR MALLS PAR</u>
<u>BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.</u>	<u>BRASCAN RES</u>
<u>BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>BR BROKERS</u>
<u>BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.</u>	<u>ECODIESEL</u>
<u>BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS</u>	<u>BRASILAGRO</u>
<u>CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.</u>	<u>CC DES IMOB</u>
<u>CIA BRAS DESENV IMOBILIARIO TURISTICO</u>	<u>INVEST TUR</u>
<u>CIA CONCESSOES RODOVIARIAS</u>	<u>CCR RODOVIAS</u>
<u>CIA HERING</u>	<u>CIA HERING</u>
<u>CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO</u>	<u>PROVIDENCIA</u>
<u>CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO</u>	<u>SABESP</u>
<u>CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG</u>	<u>COPASA</u>
<u>COMPANY S.A.</u>	<u>COMPANY</u>
<u>CONSTRUTORA TENDA S.A.</u>	<u>TENDA</u>
<u>COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO</u>	<u>COSAN</u>
<u>CPFL ENERGIA S.A.</u>	<u>CPFL ENERGIA</u>
<u>CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.</u>	<u>CR2</u>
<u>CREMER S.A.</u>	<u>CREMER</u>
<u>CSU CARDSYSTEM S.A.</u>	<u>CSU CARDSYST</u>
<u>CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART</u>	<u>CYRELA REALT</u>
<u>CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART</u>	<u>CYRE COM-CCP</u>
<u>DATASUL S.A.</u>	<u>DATASUL</u>
<u>DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.</u>	<u>DASA</u>
<u>DROGASIL S.A.</u>	<u>DROGASIL</u>
<u>EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.</u>	<u>ENERGIAS BR</u>

<sup>93</sup> Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)> (Empresas Listadas / Pesquisa / Por Segmento). Acesso em 25 de março de 2008.

<u>EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.</u>	<u>EMBRAER</u>
<u>ETERNIT S.A.</u>	<u>ETERNIT</u>
<u>EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.</u>	<u>EVEN</u>
<u>EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>EZTEC</u>
<u>FERTILIZANTES HERINGER S.A.</u>	<u>FER HERINGER</u>
<u>GAFISA S.A.</u>	<u>GAFISA</u>
<u>GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.</u>	<u>GENERALSHOPP</u>
<u>GRENDENE S.A.</u>	<u>GRENDENE</u>
<u>GVT (HOLDING) S.A.</u>	<u>GVT HOLDING</u>
<u>HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.</u>	<u>HELBOR</u>
<u>IDEIASNET S.A.</u>	<u>IDEIASNET</u>
<u>IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A</u>	<u>IGUATEMI</u>
<u>INDUSTRIAS ROMI S.A.</u>	<u>INDS ROMI</u>
<u>INPAR S.A.</u>	<u>INPAR S/A</u>
<u>IOCHPE MAXION S.A.</u>	<u>IOCHP-MAXION</u>
<u>JBS S.A.</u>	<u>JBS</u>
<u>JHSF PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>JHSF PART</u>
<u>KLABIN SEGALL S.A.</u>	<u>KLABINSEGALL</u>
<u>LIGHT S.A.</u>	<u>LIGHT S/A</u>
<u>LOCALIZA RENT A CAR S.A.</u>	<u>LOCALIZA</u>
<u>LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.</u>	<u>LOG-IN</u>
<u>LOJAS RENNER S.A.</u>	<u>LOJAS RENNER</u>
<u>LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.</u>	<u>LOPES BRASIL</u>
<u>LUPATECH S.A.</u>	<u>LUPATECH</u>
<u>M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS</u>	<u>M.DIASBRANCO</u>
<u>MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.</u>	<u>MARFRIG</u>
<u>MARISA S.A.</u>	<u>MARISA</u>
<u>MEDIAL SAUDE S.A.</u>	<u>MEDIAL SAUDE</u>
<u>METALFRIO SOLUTIONS S.A.</u>	<u>METALFRIO</u>
<u>MINERVA S.A.</u>	<u>MINERVA</u>
<u>MMX MINERACAO E METALICOS S.A.</u>	<u>MMX MINER</u>
<u>MPX ENERGIA S.A.</u>	<u>MPX ENERGIA</u>
<u>MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>MRV</u>
<u>NATURA COSMETICOS S.A.</u>	<u>NATURA</u>
<u>OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.</u>	<u>OHL BRASIL</u>
<u>ODONTOPREV S.A.</u>	<u>ODONTOPREV</u>
<u>PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES</u>	<u>PDG REALT</u>
<u>PERDIGAO S.A.</u>	<u>PERDIGAO S/A</u>
<u>PORTO SEGURO S.A.</u>	<u>PORTO SEGURO</u>
<u>POSITIVO INFORMATICA S.A.</u>	<u>POSITIVO INF</u>
<u>PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.</u>	<u>PROFARMA</u>
<u>REDECARD S.A.</u>	<u>REDECARD</u>
<u>RENAR MACAS S.A.</u>	<u>RENAR</u>
<u>RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.</u>	<u>RODOBENSIMOB</u>

<u>ROSSI RESIDENCIAL S.A.</u>	<u>ROSSI RESID</u>
<u>SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>SAO CARLOS</u>
<u>SAO MARTINHO S.A.</u>	<u>SAO MARTINHO</u>
<u>SATIPEL INDUSTRIAL S.A.</u>	<u>SATIPEL</u>
<u>SLC AGRICOLA S.A.</u>	<u>SLC AGRICOLA</u>
<u>SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>SPRINGS</u>
<u>TECNISA S.A.</u>	<u>TECNISA</u>
<u>TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.</u>	<u>TEGMA</u>
<u>TEMPO PARTICIPACOES S.A.</u>	<u>TEMPO PART</u>
<u>TOTVS S.A.</u>	<u>TOTVS</u>
<u>TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.</u>	<u>TRIUNFO PART</u>
<u>TRACTEBEL ENERGIA S.A.</u>	<u>TRACTEBEL</u>
<u>TRISUL S.A.</u>	<u>TRISUL</u>
<u>WEG S.A.</u>	<u>WEG</u>