

II

Governança Corporativa e Investidores Institucionais: condições de contorno para ativismo de fundos de pensão no mercado acionário brasileiro

O mercado acionário brasileiro, ao contrário do americano, é caracterizado por empresas com controle acionário bem definido e notadamente de origem familiar.

Dentre os mecanismos utilizados para separar direitos de controle e propriedade, e evitar a regra de “uma ação – um voto”, pode-se citar o uso de ações sem direito a voto (preferenciais), estruturas indiretas (pirâmides) e acordos de acionistas – AA.

Carvalho (2002) analisou o uso desses mecanismos no mercado acionário brasileiro, concluindo que há alto grau de concentração do capital votante das empresas brasileiras – que, em média, são controladas apenas por três de seus maiores acionistas – e que as ações preferenciais são o instrumento mais comumente utilizado pelos controladores para evitar a imobilização de recursos equivalentes a 50% mais 1 do capital total das empresas¹.

Conforme será discutido no capítulo 3 deste estudo, essa forte concentração de controle observada nas empresas brasileiras dá, por um lado, margem a significativos ganhos com expropriação de acionistas minoritários, notadamente no que diz respeito a operações envolvendo partes relacionadas, e, por outro lado, abre importante espaço para a atuação de investidores institucionais².

¹ De acordo com Carvalho: (i) as ações ordinárias representam, em média, 53% do capital total das empresas, sendo que, no caso daquelas controladas por famílias e investidores institucionais, esse percentual é maior; (ii) a maior parte das empresas possui estrutura piramidal, que é mais observada em empresas familiares e estrangeiras e menos em empresas estatais; e (iii) 23% das empresas brasileiras possuem acordos de acionistas, que são utilizados em 27% das empresas controladas por famílias e apenas 6% das empresas estatais.

² A respeito da importância da atuação dos investidores institucionais, vide, por exemplo, Hawley & Williams (2000) e Monks & Minou (1996).

O potencial impacto da atuação desses investidores em geral - e dos FP em particular - como agentes indutores das boas regras de governança corporativa nas empresas investidas e mitigadores do risco de expropriação dos minoritários é amplamente discutido na literatura de Governança Corporativa. No intuito de melhor contextualizar o papel dos FP no mercado acionário brasileiro, este capítulo será dividido em cinco seções, como já descrito na introdução.

2.1

Financiamento Corporativo sob Assimetria de Informação e o Papel dos Investidores Institucionais

A separação entre propriedade e controle abre espaço para importante falha de mercado, a saber: assimetria de informação entre *insider* e *outsider*, em favor do primeiro.

Como o nome sugere, enquanto o *insider* tem profundo conhecimento das especificidades e oportunidades associadas ao seu negócio, as decisões tomadas pelo *outsider* muitas vezes se subordinam apenas ao restrito conjunto de informações disponibilizadas pelo primeiro³.

Como consequência dessa assimetria informacional, a teoria econômica ressalta dois tipos de problema: seleção adversa (*adverse selection*) e risco moral (*moral hazard*)⁴.

Em linhas gerais, o problema de Seleção Adversa deriva do fato de a transação ocorrer de forma ineficiente, ou adversa, uma vez que há informação oculta, ou seja, uma das partes envolvidas (aquela

³No intuito de maximizar a probabilidade de obter informações não tendenciosas a respeito de seu investimento e, conseqüentemente, reduzir a perspectiva de expropriação, seria adequado que o *outsider* procurasse fontes alternativas de informações, que não apenas aquelas fornecidas voluntariamente pela empresa.

⁴Esses são problemas considerados no momento anterior à decisão de investimento, ou seja, quando os recursos do investidor ainda não foram afundados na empresa, sendo que o risco de seleção adversa, diferente do risco moral, é percebido *ex ante* e tende a se reduzir, pois, após a realização do investimento, o *outsider* passará a ter mais informação sobre a empresa investida. Para maiores detalhes a respeito desses conceitos, vide, por exemplo, Kreps (1990, cap.16). Para uma análise do impacto das diversas formas de assimetria informacional sobre o financiamento corporativo, vide Tirole (2001, cap. 6).

demandante de recursos, os *insiders*) conhece especificidades do produto/serviço objeto da operação que são desconhecidas pela outra parte (ofertante de recursos, os *outsiders*), havendo custo de acesso a informação⁵.

Ao desconhecer as especificidades das empresas, especialmente em contexto de ausência de leis que protejam os direitos dos acionistas minoritários, os investidores tenderão a: (i) não realizar investimentos nesse mercado, tendo em vista o elevado risco de expropriação; ou (ii) caso os investidores mais propensos a risco tenham intenção de investir, exigirão taxas de retorno relativamente mais altas de todas as empresas que operam no mercado em questão. Neste contexto, o mercado observará o aumento do prêmio de risco, de forma a compensar o risco de *default* que, na realidade, deveria ser atribuído a apenas algumas empresas, mas por estas não poderem ser detectadas, seu risco contamina as demais.

Neste caso, a literatura econômica sugere que o incentivo adequado seria a sinalização de mercado (*market signaling*), ou seja, a parte com informação superior (empresa que deseja captar) sinaliza ao mercado (potenciais investidores via *equity* ou dívida) esse conhecimento e, dessa forma, disponibiliza parâmetros que permitam uma definição de preço (taxa de captação) diferente da média do mercado.

Ou seja, a seleção adversa pode ser evitada quando as empresas voluntariam (ou o investidor demanda) “sinais”, ou informações adicionais, que permitam classificá-las conforme o risco, ou seja, a probabilidade de ocorrência de expropriação e, no limite, de *default*.

Obviamente, maior *disclosure* interessa apenas às “boas” empresas, já que os potenciais investidores terão acesso a informações que permitirão associá-las a um risco relativamente menor e,

⁵ Um exemplo clássico de seleção adversa é o seguro de vida, pois o segurado pode ter informações a respeito de seu estado de saúde desconhecidas pelo segurador. Caso a seguradora utilizasse apenas a média de incidência de sinistros para definir preço, a contratação do serviço seria feita apenas pelos clientes mais propensos a acionar o seguro e, portanto, a seguradora tenderia a fixar preços bem mais elevados em função dessa percepção de maior risco dos demandantes.

consequentemente, captar recursos a preços inferiores à média do mercado⁶.

O segundo problema advindo da assimetria informacional é o Risco Moral, que está associado a potencial ação oculta por parte dos tomadores de recursos no momento posterior àquele em que os investidores se comprometem a aportar recursos na empresa. Em outras palavras, esse risco reflete a capacidade dos *insiders* em influenciar a percepção a respeito do risco embutido na transação e, conseqüentemente, afetar sua valoração, prejudicando a outra parte (*outsiders*)⁷.

Como veremos a seguir, neste contexto os investidores institucionais surgem como importantes agentes mitigadores do risco de expropriação, pois, em geral, atendem a dois requisitos básicos: (i) os grandes volumes de recursos investidos nas empresas tendem a justificar

⁶ Essa é a lógica associada a medidas como a criação do Novo Mercado (e níveis intermediários) da Bovespa e de regulamentações da CVM, mencionadas a seguir na seção 2.2, que visam aumentar as exigências de transparência e prestação de contas nas empresas. No primeiro caso, as empresas, voluntariamente, aceitam se subordinar a regras que permitam diferenciá-las da média do mercado e ter acesso a recursos mais baratos e, no caso de medidas impostas pelo órgão regulador, ou pelo legislativo, o objetivo é proteger o mercado de capitais como um todo. Em ambos os casos, procura-se reduzir o risco de seleção adversa e, ao preservar os interesses dos investidores, aumentar o volume de recursos no mercado de capitais brasileiro, incentivando seu desenvolvimento. Esse ciclo virtuoso é fomentado pela presença de investidores mais educados e exigentes, que evitam verter recursos em empresas que não respeitam direitos dos *outsiders*. Para essas empresas, na ausência de fontes alternativas de recursos, a adoção de boas práticas de GC será a única opção para financiar seus projetos.

⁷ Um exemplo clássico de Risco Moral seria o seguro contra incêndio, em que o segurado pode (ou não) ter o devido cuidado na instalação de materiais inflamáveis. Para resolver esse problema, a literatura sugere o uso de incentivos adequados, de forma a induzir a parte que contrata o seguro a tomar os cuidados necessários para evitar a ocorrência de sinistro. Nesse caso, p.ex, quando o seguro é apenas parcial, a parte segurada terá que arcar parcialmente com os custos de incêndio e, portanto, terá interesse em evitá-lo. Dessa forma, os diferentes contratantes de seguro poderão pagar conforme o risco (probabilidade de ocorrência de sinistro) a eles associada. Ao concordar em assumir parte do risco não coberto pela seguradora, o cliente passa a ser percebido como relativamente de menor risco, já que terá todo o incentivo a se precaver contra a ocorrência de sinistro. A existência de franquia nas apólices também funciona para tornar convergentes os interesses da seguradora e do segurado.

os custos de acesso a informação⁸, visto que estes poderão ser compensados pelo posterior ganho (ou, ao menos, pela não perda) de valor da empresa e, no médio e longo prazos, permitirá acesso a maior fluxo de dividendos; e (ii) têm mecanismos para influenciar a tomada de decisão nas empresas, seja pelo exercício de seu direito de voto em Assembléias Gerais Ordinárias – AGOs ou Extraordinárias - AGEs, Conselhos de Administração - CAs ou Fiscal - CFs.

Esses direitos podem resultar naturalmente de seu porte ou ser adquiridos por força de Acordos de Acionistas – AA e, em alguns casos, seu *enforcement* pode se dar via demandas judiciais, arbitragem ou junto a reguladores (notadamente CVM, mas, em casos específicos, as agências reguladoras setoriais e o BACEN também podem ser relevantes).

Para Tirole (2001), o aparato contratual é importante para reduzir as externalidades impostas pelas escolhas dos acionistas controladores. Segundo o autor, há duas formas de criar proteção contratual para as demais partes interessadas: a primeira seria circunscrever o conjunto de ações disponíveis para os controladores (isto é, os *controlling stakeholders*), descartando as ações com maior probabilidade de envolver fortes externalidades negativas para as demais partes interessadas; e a segunda seria tornar os direitos (*claims*) das partes interessadas “não controladoras” tão insensíveis ao processo decisório viesado quanto possível⁹.

Uma forma de mitigar o risco moral seria buscar alinhar interesses entre as partes (*insiders* e *outsiders*) por meio de medidas compensatórias. Como veremos no capítulo 3, além de monitoramento ativo, os FP buscaram lançar mão de incentivos contratuais (acordos de

⁸ Conforme abordamos anteriormente, há economias de escala no volume realizado de investimento, as quais estão associadas à solução do problema de ação coletiva. Ou seja, monitoramento exige gastos que apenas se justificam caso o volume de recursos investido na empresa seja significativo.

⁹No que se refere a mecanismos de proteção às partes interessadas “não controladoras”, Tirole (2001) cita: *covenants* e acordos coletivos com trabalhadores e sindicatos (a serem estabelecidos e detalhados no início do contrato), além de dívida conversível e de curta maturação, cláusulas de prioridade, *collateral* e remuneração fixa, dentre outros.

acionistas) e, quando necessário, ações junto aos órgãos reguladores e ao judiciário em situações de potencial expropriação.

A Teoria dos Contratos surgiu como forma de lidar com fatos que a teoria econômica tradicional, utilizada para analisar o comportamento dos agentes econômicos, não é capaz de abordar, a saber: poder e contratos incompletos.

De acordo com Hart (1995), ainda que estes aspectos sejam tratados na Teoria de Custos de Transação¹⁰, excessiva ênfase é dada ao custo de redigir contratos, e à conseqüente incompletude contratual (*contractual incompleteness*), mas pouca atenção é dada à idéia de que poder é relevante ou que arranjos institucionais são elaborados para alocar esse poder entre os agentes.

Nesse contexto, como mencionado anteriormente, o risco moral advém não de características desconhecidas por uma das partes na transação (seleção adversa), mas, sim, de informação assimétrica a respeito de potenciais comportamentos oportunistas, escondidos e desconhecidos pela outra parte, no momento da elaboração do contrato.

A impossibilidade de prever todos os estados da natureza nas cláusulas contratuais, ou seja, o fato de os contratos serem incompletos, dá margem a riscos que não podem ser mitigados ao longo de sua execução.

As chamadas boas práticas de governança corporativa¹¹ ressaltam a importância do monitoramento¹² adequado por parte do principal

¹⁰ De acordo com Kreps (1990), "The basic notion of transaction costs economics is that transactions tend to be 'placed' in a way that maximizes the net benefit they provide, including the costs of the transaction. In particular, a transaction whose (transaction) costs outweigh the benefits of completion will not be undertaken at all".

¹¹ Os códigos de boas práticas de GC, em geral, têm dentre os seus princípios básicos: transparência e prestação de contas (*accountability*). Para um breve resumo da evolução desses códigos, vide Becht, Bolton e Roell (2002, p. 66/67). Para uma comparação detalhada entre os códigos de diversas instituições na América, Europa, Ásia e África, vide Gregory, H.J (2003a) e, mais especificamente para América Latina, vide Gregory, H.J (2003b).

¹² Para Tirole (2001), existem duas formas de monitoramento: o "ativo" consiste em interferir na administração visando aumentar o valor da firma (*forward looking*); enquanto o "especulativo" contempla processos judiciais impostos pelos acionistas (ou advogados em nome dos acionistas) contra a administração e se baseiam em informações que comprovam que a administração não agiu no melhor interesse da corporação no passado (*backward looking*).

(proprietário) como forma de mitigar esse risco, ainda que, certamente, não acabe com a assimetria informacional, pois o conjunto de informações do *insider* sempre será mais amplo que o do *outsider*, pois, afinal de contas, foi esta a razão que motivou sua contratação para administrar o negócio em nome do principal.

Na seção 2.4 a seguir, serão detalhadas algumas medidas compensatórias (incentivos contratuais e monitoramento) que podem ser utilizadas por fundos de pensão enquanto principais, de forma a alinhar interesses com seus prestadores de serviços (agentes).

Três dificuldades podem estar associadas ao monitoramento em empresas: (i) custos de obtenção e análise adequada das informações, referentes ao tempo despendido e à qualificação de técnicos para analisar as informações da empresa, macroeconômicas e setoriais; (ii) conflitos de interesse/captura que podem estar associados àqueles que exercem o monitoramento; e (iii) dificuldade de *enforcement* das decisões, o que pode ocorrer pela falta de poder de controle dos minoritários ou pela postura dos órgãos reguladores/justiça.

A chamada teoria da agência é uma vertente da teoria dos contratos e concentra sua análise na importância dos incentivos como forma de alinhamento de interesses. De acordo com essa teoria, também conhecida como teoria do agente-principal, os principais (*outsiders*) delegam poderes a um agente (*insider*) ao contratá-lo para administrar sua propriedade e, se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, há boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal, mas, sim, conforme seus próprios interesses.

De acordo com Tirole (2001), há várias formas por meio das quais a administração não age no melhor interesse das empresas, ou seja, dos donos, e todas são parte de um mesmo problema: risco moral. Tais formas podem ser divididas em quatro classes: (i) esforço insuficiente; (ii) investimentos extravagantes; (iii) estratégias de *entrenchment*, ou seja, o executivo atua visando manter seu emprego; e (iv) *self-dealing*.

O problema de *moral hazard*, associado à perspectiva de expropriação por parte dos *insiders*, surge em função da assimetria

informacional. De um lado, os *insiders* são possuidores de informação privilegiada sobre a empresa e o ambiente tecnológico em que ela opera e, de outro lado, os *outsiders* não têm garantias de que a devida diligência (*duty of care*) será utilizada por aqueles na seleção dos projetos e riscos dos investimentos.

Como forma de mitigar esse risco, a teoria sugere a elaboração de contratos estabelecendo um sistema de compensação de forma a incentivar o agente a agir conforme o interesse do principal.

Os problemas de GC surgem quando os responsáveis pelos rumos da empresa, sejam eles o executivo ou o(s) acionista(s) majoritário(s), decidem exercer controle de forma diferente daquela adequada aos interesses dos investidores *outsiders*¹³. De acordo com Gillan & Starks (2003), a necessidade de GC surge dos potenciais conflitos entre os participantes (*stakeholders*) na estrutura corporativa. Esses conflitos de interesses, freqüentemente referidos como problemas de agência, derivam de duas principais fontes: (i) diferentes participantes têm distintos objetivos e preferências; e (ii) participantes têm informação imperfeita em relação a ações, conhecimento e preferências dos demais.

Quando o controle da empresa é pulverizado, não há incentivo para monitoramento, já que os proprietários (acionistas) não terão interesse em assumir individualmente os custos de monitoramento, tendo em vista que todos os acionistas se beneficiarão dos ganhos, ou seja, em uma típica lógica de sub-provisão de bem público¹⁴. Observa-se, portanto, que, tanto a magnitude quanto a natureza dos problemas de agência são diretamente relacionados com as estruturas acionárias¹⁵.

¹³ Alternativamente, pode-se dizer que esse conflito toma a forma de oposição entre financiamento (*outsiders*) e gestão (*insiders*) ou, equivalentemente, entre direitos sobre fluxo de caixa e direitos de controle. Cf. Shleifer & Vishny, R. (1997), La Porta et al. (2000a) e Becht et al. (2002).

¹⁴ De acordo com Huddart (1993), "In a diffusely held corporation, no individual investor finds it worthwhile to engage in monitoring activities, so managers shirk. An investor who concentrates his wealth in a single venture has strong incentives to monitor the enterprise, limiting managerial malfeasance."

¹⁵ Vide Gillan&Starks (2003, p.6).

Como resumido em Becht, Bolton & Roel (2002), o chamado “problema de ação coletiva” entre os investidores pode ser mitigado por cinco mecanismos, a saber: i) concentração parcial de propriedade e controle nas mãos de um grande investidor ou grupo de investidores; ii) *takeovers* hostis e votos em Assembléias de Acionistas (*proxy voting*), que, por concentrar propriedade e/ou poder de voto temporariamente, permitem contestar decisões dos executivos e/ou dos controladores; iii) delegação e concentração de controle para o CA; iv) alinhamento de interesses dos executivos com os dos investidores, via contratos de remuneração; e v) responsabilidade fiduciária claramente definida para os executivos junto com *class action suits*¹⁶, que tanto bloqueiam decisões contrárias aos interesses dos investidores quanto buscam compensação para ações passadas que tenham prejudicado seus interesses.

Ainda de acordo com os autores, a literatura de GC sugere que, na maioria dos países, o mecanismo aparentemente mais adequado, e freqüentemente utilizado, para resolver problemas de ação coletiva entre acionistas é o item (i) acima referido, isto é: concentração parcial de propriedade e controle nas mãos de grandes acionistas.

Segundo diversos autores¹⁷, grandes acionistas têm incentivos suficientes para incorrer nos custos de monitoramento, pois os benefícios tendem a ser proporcionais a suas participações/direitos ao fluxo de caixa das empresas, e, conseqüentemente, têm a capacidade de limitar os problemas de agência.

No entanto, um dos problemas associados a essa forma de governança é o potencial acerto entre esses acionistas (controladores) e os executivos da empresa em detrimento dos interesses dos demais acionistas (minoritários).

¹⁶ Reivindicação de classe. Demanda coletiva. Ação popular. Processo judicial movido por um indivíduo representando um grupo de indivíduos demandantes de um mesmo direito contra terceiro(s). Fonte: Raynet Business Market Glossary. Tirole (2001) ressalta que “two kinds of legal suits are prominent in the US: class-action suits on behalf of shareholders; and derivative suits on behalf of the corporation”.

¹⁷ Vide Shleifer and Vishny (1986), LLSV (2000a), Huddart (1993).

Este será o foco do capítulo 3, que tratará de casos de ativismo de Fundos de Pensão envolvendo operações entre partes relacionadas com potencial de expropriação pelos controladores.

Por outro lado, de acordo com Bukart, Gromb & Panunzi (1997), concentração parcial de propriedade e controle por grandes acionistas pode reduzir o incentivo dos executivos a ter iniciativa e buscar soluções mais criativas e potencialmente rentáveis e, portanto, tem implicações indesejáveis, ou seja: monitoramento, ao reduzir o grau de discricionariedade do *management*, pode ter implicações adversas para a empresa.

A título de exemplo, os autores citam Yafe e Yosha (1995), que analisaram amostra de empresas do setor químico japonês e descobriram que gastos em atividades com alto potencial de *managerial moral hazard*, como propaganda, P&D e entretenimento, são negativamente correlacionados, e de forma significativa, com concentração acionária.

Assim, de acordo com Bukart et al, mesmo que a discricionariedade empresarial seja prejudicial *ex post* para os acionistas, pode ser benéfica *ex ante*, já que favorece investimentos específicos da empresa, com a busca de novos projetos de investimento¹⁸.

Nessa perspectiva, uma estrutura acionária concentrada induz altos níveis de monitoramento e controle, o que, por um lado, pode mitigar o risco de expropriação por parte do *management*, mas, por outro, pode reduzir o incentivo dos executivos a buscar soluções mais criativas visando incrementar a performance da empresa. Quando os acionistas são mais propensos a interferir, os executivos tendem a demonstrar menos iniciativa, o que pode prejudicar o desempenho da empresa, ou seja, há um *trade-off* entre os ganhos do monitoramento e os oriundos da iniciativa empresarial.

¹⁸ Vale notar que essa visão confronta com aquela apresentada, por exemplo, em Jensen (1986). De acordo com este autor, uma das formas de mitigar o problema de agência entre CEO e investidores seria aumentar o endividamento da firma ao máximo. Assim, ao minimizar o fluxo de caixa disponível, o poder discricionário do executivo seria reduzido, evitando potencial expropriação dos acionistas via investimentos em projetos de baixa rentabilidade.

Dentre os resultados robustos do modelo elaborado por Bukart et al, referentes ao *trade-off* entre iniciativa e controle, tem-se que o incentivo monetário dos agentes, em geral, não torna a atividade de monitoramento redundante. Na realidade, incentivos monetários e monitoramento são formas alternativas de mitigar o problema de agência e ambos podem coexistir no arranjo ótimo. Quando os *insiders* obtêm significativos benefícios privados de sua discricionariedade, expressiva remuneração será necessária para alinhar interesses, mas a discricionariedade residual ainda induzirá iniciativa por parte dos executivos, já que a expectativa de ganhos privados permanece grande.

Em outras palavras, mesmo com elevada remuneração, em contexto de significativos benefícios privados de controle, ainda haverá incentivo para os executivos (*insiders*) expropriarem a empresa e, portanto, os principais (*outsiders*). Os direitos residuais de lucro dos agentes (*insiders*) podem contribuir para limitar expropriação, pois, nesse contexto, eles estariam reduzindo sua própria remuneração (jogo de soma zero), mas o benefício a ser auferido pelos *insiders* dependerá de suas funções utilidade/objetivo e da disponibilidade de caixa da empresa (existindo ou não lucro).

No entanto, essa situação não é sustentável no médio e longo prazos, já que as más práticas de GC, ainda que permitam, por exemplo, maquiagem de balanços, acarretarão futuras quedas de lucros e perda para todos os agentes, conforme foi visto nos escândalos Parmalat e Enron.

Joh, S.W. (2003) analisou o caso das empresas coreanas no período que antecedeu à crise corporativa de 1997, e concluiu que: a queda de rentabilidade dessas empresas esteve associada a padrões falhos de GC, que permitiram operações com partes relacionadas envolvendo expropriação por controladores, o que foi agravado pela

excessiva alavancagem das empresas¹⁹. A questão de operações envolvendo partes relacionadas e, portanto, conflito de interesses, será o foco dos casos analisados no capítulo 3 a seguir.

Cabe ressaltar duas extensões dos resultados de Bukart et al relevantes para a presente tese. Uma delas é que propriedade acionária (*equity*) pode conferir controle contingencial ao estado (*state contingent control*), uma característica geralmente associada na literatura a dívida.

A remuneração associada a participação acionária (*equity*) sem poder de voto, ou seja, só com direitos a fluxos de caixa, é resíduo, pois é precedida por credores, seniores ou não, ou seja: independente do estado da natureza, o acionista apenas receberá seus recursos após o pagamento dos demais credores. No caso de dívida, no entanto, é comum haver direitos de controle associados a alguns estados da natureza, notadamente quando o tomador não obedece ao cronograma de pagamentos.

Em se tratando de “*equity* com poder de controle” (que, em geral, está associado a maior concentração), a “senioridade” desse acionista é elevada para níveis mais próximos dos *claims* dos credores sobre os fluxos de caixa da empresa, pois permite intervir na gênese das decisões da empresa e, portanto, evitar, *ex ante*, a expropriação.

¹⁹ “[...] This study examines how ownership structure and conflicts of interest among shareholders under a poor corporate governance system affected firm performance before the crisis [...]. When a business group transferred resources from a subsidiary to another, they were often wasted, suggesting that “tunneling” occurred. [...] High debt-equity ratios and low profitability in Korean firms persisted for many years, unobstructed by a weak corporate governance system. Together, these factors helped increase the vulnerability of the corporate sector before the 1997 economic crisis. [...] Before the Korean crisis, the corporate sector showed very high debt-equity ratios and low profitability. With high debt-equity ratios, Korean firms were expected to yield high profitability on their equity. Yet, the average rate of return on equity was often lower than the prevailing interest rates for loans [...]. The return on capital fell short of its opportunity cost for almost 10 years before the crisis. Both the external and internal components of Korea’s corporate governance system failed to provide sufficient monitoring and discipline to end this waste. [...] Furthermore, opaque accounting and management prevented banks and investors from receiving accurate firm information. Internal governance systems did not properly monitor firm management either.[...] This combination of high debt-equity ratios and low profitability was not sustainable. [...] Six of the thirty largest business groups (*chaebols*) went bankrupt before the currency crisis, triggering a cascade of non-performing loans. These non-performing loans severely weakened many banks and eventually provoked the liquidity crisis [...].” Cf Joh, S.W. (2003, p. 291).

O conjunto de estados nos quais *outsiders* exercem controle é determinado pela concentração de propriedade. Uma estrutura acionária mais dispersa aciona a intervenção do acionista apenas nos estados em que os ganhos advindos do exercício de controle são altos.

Uma segunda extensão dos resultados obtidos por Bukart et al é que o *trade-off* entre controle e iniciativa pode ser interpretado considerando, de um lado, a provisão de incentivos por meio de avaliação baseada em *performance* e, de outro lado, uma visão mais acurada da avaliação direta das atividades da firma. Concentração acionária e, portanto, monitoramento, pode reduzir a efetividade de dos esquemas de incentivos baseados em *performance*.

Os incentivos do executivo para sinalizar sua qualidade, por exemplo, produzindo altos lucros no curto prazo, dependerá da forma como seu desempenho afeta sua perspectiva de manutenção do emprego. De acordo com os autores, esses incentivos são maximizados em empresas com controle acionário pulverizado porque a decisão de retenção é baseada no sinal dado por sua *performance*.

Em contraste, a avaliação direta por um grande acionista reduz o valor do sinal e, conseqüentemente, o incentivo do executivo a se esforçar. Este, portanto, dependerá da forma que os principais associam desempenho às atividades carreadas pelo agente e inspecionadas na avaliação direta. Afinal, lucros dependem de esforço do executivo, mas também de variáveis exógenas, que podem eventualmente contrarrestar o resultado desse esforço. Caso o principal gaste mais tempo e recursos na inspeção indireta do esforço (produzida pelo sinal, i.é, pela observação de resultado), e menos na direta (monitorando o dia-a-dia dos executivos), então o esforço de equilíbrio tenderia a aumentar.

O fato de haver grandes acionistas com direitos de controle na empresa, por si só, não garante o devido monitoramento, podendo até implicar perdas para a empresa investida, seja por meio da promoção de interesses próprios em detrimento aos da empresa, seja por inibir a informação repassada ao mercado acionário em função da redução de

liquidez²⁰. Esses direitos apenas se transformam em efetivo controle quando aqueles que os detêm têm incentivos a exercê-los.

Esse argumento é reforçado por Monks & Minou (1996) e Hawley & Williams (2000), para os quais a responsabilidade fiduciária dos investidores institucionais deveria induzi-los a serem ativos no monitoramento das empresas em seus portfólios. Conforme será discutido na seção 2.4, a percepção adequada do executivo responsável pela administração de recursos do investidor institucional pode ser reforçada pelo devido monitoramento por parte de seus quotistas ou participantes (no caso de FP)²¹.

No início dos anos 90, o sistema americano de governança corporativa foi fortemente criticado pela excessiva visão de curto prazo associada a pressões por lucros imediatos. Pode-se até argumentar a legitimidade dessas pressões quando derivadas do fato de o principal ter uma taxa de desconto alta e, portanto, essa visão de curto prazo poderia ser considerada como uma ação ótima do agente. Observe-se, no entanto, que essa pressão por lucros de curto prazo tende a afetar a rentabilidade de médio e longo prazos da empresa.

De outro lado, a visão de mais longo prazo associada aos sistemas mais cooperativos entre os *stakeholders*²², observados no Japão e na Alemanha, era tida como uma abordagem eficiente para lidar com importantes falhas de mercado, permitindo menores custos de transação ao mitigar assimetrias informacionais.

Essa percepção negativa em relação ao modelo americano de GC começou a se alterar em função do crescimento sustentado da economia

²⁰ Vide Burkart et al (1997, p.695). Para Romano (1993), “public pension funds (...) pursue politically motivated or social objectives”. Cf Karpoff (2001, p.7).

²¹ Como veremos na seção 2.4, é importante que haja transparência e *accountability* por parte dos administradores de recursos de terceiros, de forma a permitir o devido monitoramento pelos beneficiários (quotistas ou participantes). No caso dos FP, seria adicionalmente desejável que os benefícios auferidos pelos participantes estivessem atrelados à rentabilidade dos ativos do fundo, como ocorre no caso do regime de capitalização, também conhecido como Contribuição Definida - CD.

²² Conforme definição Código Brasileiro de Melhores Práticas de GC (IBGC, 3ª versão, seção 3.3), as partes interessadas, ou *stakeholders*, de uma empresa são: “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 e governos, entre outros”.

americana desde 1992, e sua incontestável liderança tecnológica em setores estratégicos²³. Conforme apontado por LLVS (1997, 1998 e 1999), os EUA são reconhecidos por possuírem um dos melhores sistemas de GC, notadamente pela capacidade de *enforcement* observada em seu sistema baseado em *common law*, que permite maior proteção contra expropriação.

Entretanto, os recentes escândalos corporativos permitiram identificar importantes falhas no sistema norte-americano de GC. Nesse contexto, surgiu a necessidade de revisão do aparato regulatório corporativo, o que resultou na edição da Lei Sarbanes-Oxley, em julho de 2002. Como consequência, as empresas foram obrigadas a rever seus sistemas de controle e de monitoramento de riscos, além de aumentar a *accountability* e a responsabilidade de seus executivos.

O papel dos investidores institucionais em qualquer economia é objeto de contínuo debate e diversos estudos foram realizados no intuito de avaliar o incentivo e a eficácia do monitoramento por parte desses investidores²⁴.

De acordo com Gillan & Starks (2003, p.5), os acionistas, enquanto donos das empresas, têm certos direitos, inclusive o de eleger o Conselho de Administração. Este, por sua vez, como agente dos acionistas, tem a responsabilidade de monitorar os executivos e seus respectivos desempenhos.

Caso os investidores institucionais, enquanto acionistas, tornem-se insatisfeitos com a performance do Conselho de Administração (e, presumivelmente, com a da empresa), lhes haverá três alternativas: (i) “votar com seus pés”, i.e., vender suas ações; (ii) segurar suas ações e votar sua insatisfação; ou (iii) segurar suas ações e nada fazer²⁵. O capítulo 3 deste estudo analisará situações envolvendo a hipótese (ii), e buscará avaliar a eficácia e os percalços do ativismo nesses casos.

²³ Aldrighi. D.M. (2002, p.470).

²⁴ Para uma resenha recente desses estudos, vide Gillan & Starks (2003), que servirá de base para o desenvolvimento a seguir. Para uma avaliação da eficácia do ativismo de investidores institucionais, vide Romano (2001), Karpoff (2001), Gillan & Starks (2001) e Joh (2003).

²⁵ Hirschman (1971) resumiu essas três alternativas como saída, voz e lealdade.

Há vasta literatura apontando para a importância do papel dos grandes investidores enquanto guardiões das boas práticas de GC nas empresas e limitadores dos problemas de agência. A evidência empírica acerca do impacto desse ativismo no valor das empresas, no entanto, não é muito conclusiva.

Romano (2001) elaborou ampla resenha a respeito do impacto do ativismo na perspectiva dos investidores institucionais norte-americanos, ou seja, tratou de amostra em mercado de capitais maduro e pulverizado, ou seja, mais líquido do que mercados, como o brasileiro, com estrutura de capitais mais concentrada. De acordo com a autora, poucos estudos encontraram evidência de correlação positiva entre ativismo e preços em Bolsas de Valores²⁶.

Segundo a autora, tal se justificaria por uma deficiência de foco (*misdirection*): para compensar a diminuição da pressão sobre o *management*, que adveio da redução dos *takeovers* hostis nos anos 90, o ativismo estaria voltado para a solução de conflitos existentes entre os acionistas e o *management* das empresas, com recurso ao *proxy voting*, com base em agendas de GC pouco eficientes, tais como discussão de remuneração e benefícios dos executivos, *poison pills* e reforma dos Conselhos de Administração.

Como solução para a ineficiência da GC sobre a *performance* (valor) da empresa, a autora propõe que os investidores institucionais adotem controles internos mais rigorosos, de forma a melhorar o monitoramento de seus programas de GC: ao melhorar a alocação dos recursos disponíveis para o ativismo, esses investidores estariam maximizando seu retorno. Enfim, trata-se a questão como se fosse um problema de otimização, não havendo questionamento da métrica preço de mercado da firma (cotação em Bolsa de Valores) como critério de mensuração do valor do ativismo. Vale notar que a otimização do retorno tem forte correlação com o valor da empresa, mas, em contexto de baixa liquidez, esse valor não é informado pelo preço de mercado da empresa.

²⁶ “[...] Very few studies find evidence of a positive impact, and some even find a significant negative stock price effect from activism [...]”. Cf. Romano, R (2001).

Por outro lado, Joh, S. W. (2003), pesquisando uma amostra de 5.829 empresas coreanas submetidas a auditoria externa no período 1993-1997 (anterior a uma séria crise de insolvência sistêmica que se abateu sobre a economia coreana), concluiu que a métrica “lucro de balanço”, e medidas de *performance* a ela associadas, seria a mais indicada para a mensuração do efeito do ativismo na geração de valor das empresas.

Tal dar-se-ia em função de assimetria informacional e imperfeição do mercado de capitais, principalmente em países emergentes, em que os preços de mercado dos ativos não refletiriam toda a informação pertinente.

Karpoff (2001)²⁷ afirma que a maior parte das evidências empíricas sobre os efeitos do ativismo nas empresas-alvo aponta para pequena melhora nas estruturas de governança, mas reduzido impacto em termos de valor de suas ações e lucro. Segundo o autor, pesquisadores e investidores discordam em relação ao impacto do ativismo como indutor de melhorias nos indicadores das empresas justamente em função de diferenças nas métricas enfatizadas: aqueles que enfatizam mudanças na estrutura de governança das empresas-alvo tendem a considerar ativismo como ferramenta de “sucesso” para melhorar a performance da empresa; enquanto os que enfatizam métricas como valor das ações e lucro tendem a considerar que o resultado é desprezível.

Vale mencionar que, dentre os motivos apontados para o insucesso do ativismo dos investidores institucionais em termos de *performance* das empresas investidas, Becht, Bolton & Roell (2002, p.168) sugerem o fato de os gestores derivarem benefícios privados desse ativismo. Romano (1993) afirma que os fundos de pensão públicos, algumas vezes, buscam alterar as políticas de investimento das firmas motivados por objetivos políticos e sociais. Murphy & Van Nuys (1994) observam que muitas instituições têm os mesmos problemas de agência e controle que as firmas nas quais investem e, portanto, o ativismo dos

²⁷ Karpoff (2001) analisou 20 estudos empíricos, publicados no período de 1990 a 2001, sobre os efeitos do ativismo nas empresas-alvo.

acionistas pode beneficiar os gestores dos fundos sem melhorar a performance da empresa-alvo. Para Rosenblum (1991) e Wohlstetter (1993), os FP não têm o conhecimento nem a experiência necessários para agregar valor²⁸.

Na seção 2.4 trataremos de problemas de agência e mecanismos de incentivo envolvendo não apenas a atuação dos FP nas empresas investidas, mas também a estrutura interna de governança dessas instituições. No capítulo 4 serão feitos comentários sobre a métrica para mensurar o impacto desse ativismo nas empresas investidas, com base na literatura estudada e na análise de alguns casos do capítulo 3. Em princípio, sugere-se o alinhamento com as teses discutidas em Joh S.W. (2003), ou seja, a utilização da métrica “preço” em mercados de capitais ineficientes pode não capturar o valor criado com GC.

Neste sentido, alternativamente ao lucro contábil, entende-se que o fluxo de caixa descontado - FCD da firma pode também constituir escala adequada para a mensuração do fenômeno.

Esta abordagem (via FCD ou lucros de balanço) se aplicaria tanto à validação das boas práticas de GC, como aos efeitos resultantes de sua ausência e conseqüente expropriação de minoritários por controladores, em transações onde usualmente manifestam-se conflitos de interesse destes últimos relativamente aos primeiros e à própria companhia.

Isso, a despeito de o sistema de preços pouco ou nada informar a respeito - e, até mesmo dar sinais contrários, como apontado por Romano (2001) – configuraria um problema de métrica e não de inexistência do fenômeno (criação de valor com boa GC, ou destruição de valor quando esta é ineficiente).

Tal se tornaria mais evidente em mercados de capitais pouco maduros, com a polarização do problema de GC se dando entre controladores e minoritários, em contraposição a mercados maduros, onde a polarização ocorreria, como no caso norte-americano, entre a administração e os acionistas.

²⁸ Citações contidas em Karpoff, Op. Cit (p.6 e 7).

No capítulo 4, após terem sido apresentados casos selecionados de GC, esta discussão será retomada.

2.2

Mercado de Capitais: regulação e demais medidas de incentivo às boas práticas de GC

Na seção anterior os investidores institucionais foram apresentados como potenciais agentes mitigadores do risco moral nas empresas investidas. A eficácia dessa atuação, no entanto, está intrinsecamente ligada aos instrumentos disponíveis no aparato regulatório do mercado acionário, assim como à capacidade de *enforcement* por parte dos agentes reguladores e, em última instância, do judiciário. Nesse contexto, esta seção buscará apresentar, de forma sucinta, o arcabouço regulatório atual, assim como sua evolução desde a implementação no Brasil da primeira Lei de Sociedades por Ações.

Considerando a origem familiar e a forte concentração do mercado acionário brasileiro, especial ênfase será dada à legislação que trata de conflito de interesses e à percepção da CVM a esse respeito. Como será observado no capítulo 3, operações envolvendo partes relacionadas, bastante comuns em nosso mercado, têm forte potencial de expropriação dos minoritários e, portanto, mecanismos que permitam coibir o voto do controlador nessas situações são fundamentais para o sucesso do ativismo dos investidores institucionais.

Panorama das transformações regulatórias e evolução do mercado de capitais no Brasil do Estado Novo à Atual Lei das Sociedades Anônimas - Lei das S.A.

Em 1939, no Estado Novo de Vargas, a pedido do Ministro Francisco Campos, o jurista Trajano de Miranda Valverde elaborou o Anteprojeto que se transformou no Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de

setembro 1940, também conhecido como Lei das Sociedades por Ações, que vigorou até a promulgação da Lei nº 6.404, de 1976²⁹.

O ambiente corporativo no período de vigência do Decreto-Lei acima referido era caracterizado por pequenas empresas familiares³⁰, que representavam, em ambiente de forte presença do Estado e virtual inexistência de mercado de capitais propriamente dito, a forma dominante de organização empresarial do capital privado nacional, pelo menos até as reformas havidas no sistema financeiro e no aparelho produtivo nos anos 60-70.

MB Associados & Bovespa (2000) abordam em profundidade o tema da fragilidade do mercado de capitais brasileiro, em termos de sua baixa importância no financiamento de investimentos de longo prazo e alta intensidade de capital, atribuindo sua atrofia, essencialmente, à falta de leis e instituições, ao recurso a operações de crédito subsidiadas (mormente na esfera do então BNDE) e incentivos fiscais (a exemplo dos Fundos 157), mesmo considerando as reformas empreendidas nos anos 60 e 70.

No que se refere ao modelo jurídico brasileiro, este era (como ainda é) baseado no italiano e alemão (*civil law*), ou seja, remissivo a leis gerais, não estando estruturado segundo a característica essencial da jurisprudência (prevalência dos casos), típica dos países de *common law*.

O arcabouço regulatório do mercado acionário brasileiro entre 1940 e 1976, sob a vigência do Decreto-Lei nº 2.627, não continha instrumentos específicos de proteção ao acionista minoritário (embora tratasse, como veremos, de limites à livre atuação dos controladores) e, de forma bastante resumida, apresentava as seguintes características:

²⁹ Cf. Corrêa Lima (2003).

³⁰ No que tange à “empresa familiar”, na qual há aproximação entre propriedade e controle, uma abordagem interessante seria avaliar em que medida essa estrutura acionária pode representar solução para o problema da agência, conforme tratado na seção 2.1 deste estudo. Pode-se indagar, também, se, em empresas abertas, a gestão familiar seria, possivelmente, uma “solução” que contribuiria para agravar o problema (de potencial expropriação dos minoritários). Em processos de abertura de capital de empresas familiares, é comum empreender-se reestruturações, com ênfase na profissionalização, com corpo diretivo independente, e processos visando a uma maior transparência e prestação de contas. Para uma discussão sobre estruturas alternativas de propriedade nas empresas brasileiras, vide Carvalhal, op. cit; Valadares e Leal (2000) e Valadares, S. (2002).

(i) ações preferenciais permitidas até 50% do capital, o que viabilizava significativo financiamento das empresas no mercado acionário sem a conseqüente perda de controle por parte do acionista majoritário, acarretando desalinhamento de interesses em relação aos minoritários;

(ii) favorecimento a empresas de capital fechado; e (iii) dispositivos elementares de proteção ao acionista.

Este modelo estava associado a padrão de financiamento da industrialização brasileira fortemente dependente do apoio estatal, em país, à época, de base fortemente primária, de acordo com uma dinâmica conhecida na literatura econômica como processo de substituição de importações.

Além dos incentivos fiscais e creditícios, advindos notadamente do Banco do Brasil e do BNDES, cabe mencionar o imposto inflacionário, bem como os mecanismos de proteção comercial e financiamento externo, fartamente pesquisados e documentados na história econômica do Brasil³¹.

A estrutura familiar e o reduzido percentual de empresas brasileiras com capital aberto, além da baixa proteção aos minoritários, eram, portanto, compatíveis com o não recurso aos mercados de capitais, face à existência de recursos oficiais administrados, no mais das vezes, segundo critérios de baixa transparência, eqüidade e *accountability*³².

³¹ Para uma visão panorâmica das transformações da economia brasileira no período Republicano, particularmente no que se refere à evolução dos padrões de financiamento do sistema produtivo brasileiro numa perspectiva histórica, dentre outros textos clássicos que abordam o assunto, vide Paiva Abreu (1989).

³² “[...] Conforme pontifica Gorga (2003), tem sido prática comum na história do Brasil o financiamento subsidiado pelo Governo a grupos econômicos. Mas o mercado de capitais seria uma alternativa concreta ao financiamento da economia nacional, a exemplo do ocorrido nos EUA [...] O governo militar, criador da Lei das Sociedades Anônimas (6.404, 15/12/76), pretendia desenvolver o mercado de capitais como alternativa de financiamento da economia, inspirado no exemplo dos EUA, conforme afirma Gorga (2003) [...]. Entretanto, a autora também afirma que os empresários nacionais não desejavam perder o controle dos seus respectivos negócios – o que seria consistente com uma cultura de apego a um conjunto de privilégios que remontam aos primórdios da história nacional.[...] o Estado tem sido o ator principal do processo de desenvolvimento do mercado de capitais nacional, tendo moldado transações, intervindo em atividades, modificado a legislação e criado incentivos diversos [...]. mas, ao mesmo tempo em que buscou desenvolver o mercado, o Estado também endossou os interesses das elites brasileiras, que não desejavam compartilhar o controle das organizações [...]”. Cf. Brandão, M.M (2003).

De certa forma, cabia ao Estado desempenhar o papel que, em economias maduras, caberia ao mercado de capitais, repassando às atividades industriais parte dos excedentes acumulados nas atividades primário-exportadoras.

O mecanismo de financiamento voltado à substituição de importações industriais, a despeito das variadas estruturas de acumulação associadas a diferentes ciclos político-institucionais, conforme abordado em Raimundo (2002), vigorou, em essência, até a crise dos anos 80-90, a despeito das reformas implementadas no sistema financeiro e no mercado de capitais nos anos 60 e, mesmo, da promulgação de nova lei das sociedades anônimas e avanço dos normativos de regulação do mercado de capitais nos anos 70³³.

Vale, ainda no contexto da regulamentação instituída às vésperas da II Guerra Mundial, citar aspectos que exemplificam o papel centralizador exercido pelo aparato estatal na regulação das atividades econômicas.

Nos termos do Decreto-Lei de 1940, em seu artigo 59, Parágrafo Único, a concessão de autorização para funcionamento das sociedades anônimas era prerrogativa exclusiva do Governo Federal. Refletindo o contexto político da época, no dispositivo legal ficava explícita a preocupação do Estado Novo com aspectos de segurança e interesse nacionais³⁴.

É interessante notar que, a despeito desse viés intervencionista, o diploma societário legado pelo Estado Novo consagrava, de direito, a precedência e a proteção dos direitos individuais dos acionistas, em geral, e dos minoritários, em particular, relativamente à irrestrita manifestação

³³ Cf. a Lei da reforma do Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 4.595/64), Lei da reforma do mercado de capitais (Lei nº 4.728/65), Lei das S.A. (6.404/76 e Lei do Mercado de Capitais, ou Lei da CVM - Lei nº 6385/76). “[...] a estrutura atual do sistema financeiro resulta, portanto, dessa reforma institucional do biênio 64/65, que criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, além da regulamentação das diferentes instituições de intermediação, entre as quais as integrantes do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Posteriormente, foi incorporada ao quadro institucional do sistema, a Comissão de Valores Mobiliários, criada pela Lei nº 6.385, de 07/02/76. Cf. Fortuna, E. (2001).

³⁴ Cf. atestado, especialmente, na redação do Decreto-Lei 2.627/1940, em seus artigos 62 e 73, os quais foram mantidos pelo então presidente Geisel, ao sancionar a Lei 6.404/76.

da vontade dos acionistas controladores. Não havia, contudo, segundo Carvalhosa (1997), impedimento expresso ao acionista com interesse formalmente contrário ao da companhia de votar. Responderia, no entanto, por perdas e danos, se a deliberação fosse influenciada pelo voto substancialmente conflitante, a ponto de com ele formar-se a maioria necessária³⁵.

Posteriormente, ampla reforma da regulamentação societária foi implementada pelo governo militar, que sancionou a Lei 6.404, em 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), revogando o Decreto-Lei n.º 2.627/40, com exceção dos artigos 59 a 73, com o objetivo de, em conjunto com os demais dispositivos normativos aqui comentados, estabelecer, em essência, uma nova moldura regulatória voltada para o financiamento, em bases julgadas mais eficientes, do modelo de desenvolvimento em gestão e implementação no país.

Até a promulgação da Lei nº 10.303/01, a legislação societária foi objeto, durante os anos 80 e 90, de diversas alterações casuísticas, destacando-se, dentre outras: a eliminação da correção monetária (1989) e sua reintrodução (ainda em 1989); a Lei Lobão (1989)³⁶; a eliminação das ações ao portador (1990); nova eliminação da correção monetária

³⁵ Sobre abuso do direito de voto e conflito de interesses: “[...] O Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, regulava a matéria de forma menos ampla. Preceituava o art. 82 do diploma revogado (pela Lei 6.404/76, nota desta autora) que o acionista não poderia votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorresse para a formação do capital social, nem nas que viessem a beneficiá-lo de modo particular. E o art. 95 do direito anterior preceituava que responderia por perdas e danos o acionista que, tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedade, votasse em deliberação que determinasse com seu voto a maioria necessária. Já, quanto aos Conselheiros e Conselheiros fiscais da companhia, o antigo diploma continha dispositivo vedatório da votação que pudesse conflitar com os interesses da companhia. Assim, o art. 100 da antiga lei determinava que não poderiam tomar parte na votação referente às contas da diretoria, balanço e parecer do Conselho Fiscal os membros desses órgãos. Vê-se, pois, que o Decreto-Lei n. 2627, de 1940, proibia apenas o acionista de votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorresse para a formação do capital social e nas decisões que viessem a beneficiá-lo de modo particular ou, ainda, enquanto diretor, na aprovação das suas contas. Cf. Carvalhosa, M. (1997).

³⁶ “[...] a famigerada “Lei Lobão” tentou derogar alguns dos direitos de dissidência, não tendo logrado o lesivo intento do legislador em face de sua grosseira e apressada redação, como reconheceram os tribunais, a doutrina e a Comissão de Valores Mobiliários. Essa “lei”, condenada pela doutrina, verdadeiro estelionato legislativo, é inteiramente inaplicável. Por sua vez, o “Projeto Kandir” (Projeto de Lei n. 1.564, de 28/02/1996) procurou também escamotear e assim derogar o direito de dissidência em inúmeros casos [...]”. Cf. Carvalhosa, M. (1997)

(1990) e nova reintrodução (1991, incluindo a republicação de balanços - Lei 8.200); nova eliminação da correção monetária (1995); e Lei Kandir (9.457/97 - limites a direito de recesso e eliminação do *tag-along* - artigo 254 da lei 6.404/76 - para os minoritários na alienação do controle)³⁷.

Aspectos Notáveis da Recente Reforma da Lei das SA (Lei nº 10.303/01)

Ainda que a Lei aprovada em 1976 tenha sofrido mudanças pontuais ao longo do tempo, só após vinte e cinco anos, em 31.10.2001, foi aprovado conjunto significativo de alterações e acréscimos, o que ocorreu no contexto da Lei 10.303. A nova Lei teve como objetivo atrair a confiança dos investidores brasileiros e estrangeiros para um mercado de capitais mais fortalecido e demonstrar a maturidade do modelo de desenvolvimento brasileiro. A proposta era oferecer proteção maior do que era dada até então aos acionistas, principalmente aos minoritários.

A seguir serão discutidos alguns aspectos relevantes do novo diploma legal das sociedades anônimas, avaliando seus pontos positivos e outros menos favoráveis, do ponto de vista do direito dos minoritários. Houve, como será abordado, avanços no poder político desses acionistas, mas estes ainda permanecem insuficientes.

Destacam-se na Nova Lei das SA os dispositivos concebidos para promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, pode-se citar³⁸:

(i) **Oferta Pública de Ações (OPA) pelo valor econômico** - obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em casos de cancelamento do registro de companhia aberta; elevação da participação acionária à

³⁷ Esta mudança ocorreu em função da preocupação do governo com a privatização da Telebrás: a não obrigatoriedade de compartilhar o ágio de controle por todos os ordinaristas teria como intuito aumentar o benefício privado de controle e, portanto, o interesse dos potenciais participantes do leilão. Vale notar que, antes dessa mudança, o *tag along* era de 100% para os acionistas ordinaristas.

³⁸ Cf Di Miceli, op. Cit, Carvalhosa, M & Eizrik, N. (2001).

porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes; ou de fusão ou aquisição;

(ii) **Tag along** - obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle (*tag along*);

(iii) **Representação de minoritários no Conselho de Administração** – (a) direito dos acionistas preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia; e (b) direito dos ordinaristas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;

(iv) **Limite à emissão de preferenciais** – redução do limite para emissão de ações preferenciais - PNs a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 2/3 anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei. Este artigo representa avanço, mas o ideal seria não permitir novas emissões de ações PNs, já que ferem o princípio basilar das boas práticas de GC, a saber: “uma ação – um voto”;

(v) **Fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)** – concedeu ao órgão maior independência funcional e orçamentária;

(vii) **Arbitragem** – menção à possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Cabe, ainda, acrescentar os seguintes comentários acerca das mudanças trazidas pela Nova Lei:

(i) **Representação de minoritários no CA** - caso os acionistas preferencialistas e ordinaristas minoritários não consigam, em separado, perfazer o quorum mínimo necessário, podem eleger, em conjunto, um membro para o CA com 10% do capital social. Este benefício, no entanto, só se verificará, de fato, em 2006, pois, até lá, a escolha se dará dentre lista tríplice apresentada pelo controlador;

(ii) **Conselho Fiscal** - embora os controladores tenham mantido o direito de eleger a maioria do CF, a nova lei determina que qualquer um de seus membros pode denunciar erros, fraudes etc, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembléia Geral. Da mesma forma, os pareceres e representações do CF ou de qualquer um de seus membros poderão ser apresentados e lidos em Assembléia Geral Extraordinária – AGE, ainda que não constem de matéria do dia. Estes dispositivos representam avanços na legislação societária;

(iii) **Auditoria** - escolha e destituição de auditor sujeitos a veto fundamentado dos Conselheiros. Este artigo também representa avanço mas, na prática, só será válido a partir de 2006, pois, até lá, assim como mencionado no item (i), o representante dos minoritários nos conselhos deverá ser escolhido dentre os nomes apresentados pelo controlador em lista tríplice;

(iv) **Partes Beneficiárias** – é vedada a emissão de partes beneficiárias por parte de empresas abertas. Este é um grande avanço, pois inibe a concessão de direitos especiais entre classes de acionistas e incentiva maior alinhamento de interesses;

(v) **Fechamento de capital** - o controlador, direto ou indireto, recompra todas as ações em circulação no mercado por “preço justo ao menos igual com base nos critérios de avaliação adotados de forma isolada ou combinada” ao patrimônio líquido - PL; “avaliação a preço de mercado”, Fluxo de Caixa Descontado, comparação por múltiplos, valor de mercado, outros aceitos pela CVM; 10% das ações em circulação podem convocar AGE especial entre acionistas de ações em circulação para reavaliação do preço. Este artigo é um avanço, mas pode estar sujeito a confusão na aplicação de diversos critérios de avaliação do preço justo;

(vi) **Convocação de AGE** – (a) para companhias abertas, a 1ª convocação deve ocorrer, no mínimo, com antecedência de 15 dias e, na 2ª convocação, com 8 dias; e (b) a CVM pode, a seu exclusivo critério, e fundamentado por seu colegiado, a pedido de qualquer acionista, aumentar esse prazo para 30 dias caso a matéria a ser deliberada seja complexa. Este prazo considera a data da entrega dos documentos aos acionistas à data da AGE. Este artigo representa importante avanço, pois permite que os minoritários se preparem com maior antecedência para fundamentar o voto na AGE;

(vii) **Divulgação de Informações** - Avanços na divulgação de informações, pois os documentos pertinentes a matéria de AGE deverão estar disponíveis na sede da empresa no 1º anúncio de convocação;

(viii) **Direito de *tag along* para preferencialistas** (art. 17) – A Lei concedeu a possibilidade de a empresa optar entre os seguintes direitos para os preferencialistas: (a) 10% de dividendos adicionais em relação às ações ordinárias; (b) pelo menos 25% do lucro líquido do exercício; ou (c) **incluir suas ações na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A (80% de *tag along*)**. Esta última

opção é extremamente positiva, pois corrobora com o maior alinhamento de interesses entre as classes de ações³⁹.

(ix) **Acordo de Acionistas (artigo 118)** – tendo em vista a grande polêmica em torno deste artigo à época da aprovação da Lei, vale a transcrição de alguns dispositivos do mesmo:

“Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

* parágrafos 6, 7, 8, 9, 10, 11 acrescidos pela Lei n.º 10.303/01.

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do Conselho de Administração, pelo Conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

Os parágrafos acima descritos tiveram como motivação a percepção por parte dos reguladores (que participaram da formulação da Lei encaminhada ao legislativo) de que evitariam a repetição de evento observado na empresa CEMIG, quando o então Governador do Estado de Minas, Itamar Franco, entendendo que o acordo de acionistas firmado à época da privatização da empresa prejudicava os interesses do Estado, decidiu descumpri-lo. Vale notar que, via de regra, esses acordos

³⁹ Vale notar que empresas como Coteminas e Perdigão ofereceram aos seus acionistas a escolha entre essas opções e acabaram por adotar a segunda opção. No caso recente envolvendo operação entre AMBEV e Interbrew, o fato de os preferencialistas da AMBEV não terem tag along lhes impôs significativa perda: de acordo com notícias de jornais, estima-se que a Previ, importante acionista preferencialista da AMBEV, por exemplo, tenha perdido cerca de R\$ 700 milhões por não ter tido a possibilidade de vender suas ações nas mesmas condições que o controlador.

estabelecem reuniões prévias às reuniões de Conselho de Administração e às Assembléias de Acionistas, visando definir, *ex ante*, a forma que os representantes dos acionistas vão exercer seus direitos de voto.

O objetivo do artigo 118, portanto, foi vincular o voto dos conselheiros e acionistas (em reuniões do Conselho de Administração e de Assembléia) aos acordos firmados pelos acionistas controladores da empresa. A preocupação, embutida neste artigo da Lei, com o respeito às cláusulas contratuais firmadas de comum acordo pelos acionistas da empresa é, sem dúvida alguma, legítima: regras devem ser respeitadas. Observe-se, no entanto, que o local adequado para a manifestação das vontades dos acionistas é a Assembléia, e não o CA.

Os membros do Conselho de Administração devem votar “no interesse da companhia”, ou seja, de acordo com sua consciência⁴⁰. Cabe ao CA monitorar os atos dos executivos da empresa e zelar pelo interesse de **todos** os acionistas, e não apenas daqueles que os indicaram⁴¹. Assim, o correto seria a Lei vincular o voto dos acionistas nas Assembléias, e não nos Conselhos de Administração, dado que este deve garantir o interesse da empresa como um todo. Conforme veremos no capítulo 3 a seguir, não raro, o interesse da companhia difere daquele de alguns de seus acionistas.

Cabe, ainda, mencionar o excessivo poder atribuído pela nova Lei aos presidentes do CA e da Assembléia, que podem, a seu critério, julgar se o voto foi proferido em desacordo com alguma cláusula do acordo de acionistas e, não apenas desconsiderá-lo, mas, também, somá-lo aos votos obtidos pela parte prejudicada. E quando esse voto, refletindo o interesse do acionista, é prejudicial à companhia? Há aqueles que advogam, em uma avaliação sistêmica da Lei, que o interesse da

⁴⁰ Cf artigo 115 da Lei das SA, *caput*.

⁴¹ À época da edição da Lei, esse artigo deu margem à expressão “conselheiro laranja”, pois a nova Lei estaria vinculando excessivamente conselheiros a acordos de acionistas em detrimento da boa GC. Cf Franco, G., A Nova Lei da SAs e o “Conselheiro Laranja”, em artigo escrito em colaboração de Camargo, J.L. publicado jornal OESP em 30.09.01. Vale notar que a seção 1.3 do Código de Boas Práticas de GC do IBGC sugere às empresas a não aplicação dos parágrafos 8 e 9 do artigo 118 nos Conselhos de Administração, ou seja “acordos entre sócios não devem de qualquer forma vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do CA (...)”.

empresa estará sempre acima de tudo e, portanto, o conceito embutido no *caput* do artigo 115 se sobrepõem aos demais.

Considerações a respeito do interesse da empresa, no entanto, envolvem expressiva subjetividade e, portanto, o juízo de valor dos presidentes do CA e da AGE/O será determinante para definir os rumos da empresa em situações que envolvam conflito entre acionistas controladores e minoritários. Se considerarmos que, em geral, os acordos de acionistas conferem aos controladores o direito de indicar os presidentes dos órgãos societários, a nova Lei modificou significativamente a relação de forças refletida nos acordos de acionistas em detrimento do interesse daqueles “grandes minoritários” que participam de blocos de controle, como é o caso dos FP.

Ademais, como qualquer determinação legal que enfraqueça a independência do CA fere um dos conceitos basilares das boas regras de GC, pode-se afirmar que os parágrafos 8 e 9 representam grande retrocesso, pois aumentam a possibilidade de o voto dos conselheiros refletirem interesses dos acionistas e não o melhor interesse da empresa⁴².

No caso de manifestação em assembleia, o artigo é adequado, pois a AGE/O é o local correto para os acionistas expressarem seus interesses por meio do voto. O veto presidencial ao §3, que previa execução específica das obrigações assumidas nos acordos de acionistas, evitou mal maior⁴³.

Tendo delineado o contexto evolutivo da legislação societária brasileira e de suas vinculações às transformações do sistema político-econômico do país, principalmente na segunda metade do século XX,

⁴² Observe-se que, de acordo com a recente versão do código de GC do IBGC, “acordos entre sócios não devem de qualquer forma vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do Conselho de Administração, os quais deverão cumprir fielmente seu dever de lealdade e diligência para com a sociedade, sobrepondo-os aos interesses particulares daqueles que os elegeram.” Cf IBGC, op. Cit. (seção 1.3, p.12).

⁴³ A versão aprovada no Congresso teve veto do presidente da república ao § 3º do art 118, cuja redação transcrevo a seguir: “Nas condições previstas no AA, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas e a sentença judicial, uma vez transitada em julgado, ou a decisão proferida por juízo arbitral, que condenar o acionista a proferir voto nos termos de AA, produzirá todos os efeitos do voto não proferido”.

passaremos, a seguir, à discussão do tema dos direitos dos acionistas em contraposição a potenciais conflitos de interesse que possam afetá-los, mormente na perspectiva de fundo desta tese, qual seja, instrumentos legais disponíveis para mitigar o problema da agência, a partir da análise de potenciais e efetivas situações de não alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Direitos dos Acionistas e Conflitos de Interesses

Esta discussão será objetivada à luz dos dispositivos legais que tratam da matéria, seja no contexto da Lei 6.404/76, bem como em sua evolução, na forma da Nova Lei das S.A. (Lei 10.303/01), sem esquecer, quando aplicável, normativos específicos, notadamente, no âmbito da CVM.

Destacam-se, no âmbito da CVM, os seguintes normativos referentes à matéria: (i) Instrução 308/99 (independência e conflitos de interesse em serviços de Auditoria); (ii) Instrução 319/99 (tratamento do exercício abusivo do poder de controle em processos de fusão, cisão e incorporação de companhias abertas); (iii) Instrução 358/01 (deveres e responsabilidades na divulgação de ato ou fato relevante relativos à negociação de ações de administradores e pessoas ligadas, aquisição e alienação de participação acionária relevante e vedações à negociação); e (iv) Instrução 367/02 (declaração de desimpedimento do membro eleito para Conselho de Administração).

Inicialmente, vale registrar que, no direito internacional, o tratamento da matéria do direito de voto e do conflito de interesses varia, conforme se esteja no sistema da *civil law* (a exemplo da Itália, França e Alemanha) ou na esfera jurídica da *common law* (caso norte-americano).

No âmbito da *civil law* - e a lei brasileira está referenciada neste sistema jurídico - são registrados tratamentos diferenciados para o direito de voto versus o conflito de interesses. Na Itália, há o dever de abstenção de direito de voto nos casos de conflito de interesses; na França, ocorre o impedimento pela aplicação da teoria do abuso do direito (*abus du droit*,

na França)⁴⁴; e, alternativamente, como na Alemanha, onde, caso o voto traga vantagens para um acionista em detrimento dos demais, não será cabível a anulação da decisão da assembléia, se houver uma previsão de justa compensação pelos prejuízos causados aos demais acionistas⁴⁵.

Já no âmbito da *common law*, como é o caso do direito norte-americano, não se aplica o dever de abstenção de voto do acionista, caso haja conflito de interesses: o voto é um direito próprio, que não pode ser restringido, mesmo se houver a possibilidade de mau uso desta prerrogativa (no sentido da legitimidade de se votar interesse particular contrário àquele da companhia ou de outros acionistas).

Nesse sentido, o critério de boa – fé (*fairness test*), pode ser invocado no julgamento de votações em que houve prevalência de interesses particulares sobre os interesses dos demais acionistas, particularmente os minoritários. Nos EUA, contudo, a polarização, como já abordado, refere-se a possíveis conflitos entre os interesses da companhia (os acionistas) e seus administradores, e não entre acionistas controladores e minoritários, como ocorre no Brasil.

No Brasil, especificamente quanto à matéria do abuso do direito de voto e conflito de interesses, o espírito constante do Decreto-Lei de 1940 foi precursor, tendo sido mantido, com aperfeiçoamentos, nas edições subseqüentes da Lei Societária, quais sejam, principalmente, a Lei nº 6.404/1976 e a vigente Lei nº 10.303/2001, em seu artigo 115.

O Decreto-Lei n. 2.627/40 tratava de abuso do direito de voto e conflito de interesses da seguinte forma: (i) o acionista não poderia votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorresse para a formação do capital social, nem nas que viessem a beneficiá-lo de modo particular (art. 82); (ii) o acionista que, tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedade,

⁴⁴ O direito de voto não pode ser exercido de maneira discricionária, cabendo à jurisprudência medir a liberdade do voto pela aplicação da própria noção de abuso de direito. Entendem os tribunais que há abuso do direito de voto se a decisão da assembléia for tomada contrariamente ao interesse geral da companhia, ou com a única finalidade de favorecer os membros da maioria, em detrimento da minoria. Cf. Carvalho (1997).

⁴⁵ Cf. Carvalho, Op. Cit.

votasse em deliberação que determinasse com seu voto a maioria necessária deveria responder por perdas e danos (art. 95); e (iii) diretores e conselheiros fiscais da companhia estavam impedidos de votar em matérias que pudessem conflitar com os interesses da companhia, ou seja, aprovação de contas da diretoria, balanço e parecer do conselho fiscal (art. 100)⁴⁶.

Vale notar que estes institutos foram mantidos nas posteriores reformas da Lei, de 1976 e 2001, mantendo-se em vigor até hoje (art.115 da Lei das SA).

Conforme ressalta Carvalhosa (1997), diferentemente do Estado democrático, na sociedade anônima, ainda que os controladores sejam maioria no capital da empresa, estão submetidos a restrições legais que os impede de modificar, por lei interna da companhia, direitos dos demais acionistas. Ou seja, os controladores podem modificar os estatutos das empresas, mas não suprimir direitos dos minoritários assegurados por lei, que estão baseados nos princípios da boa-fé e da manutenção das bases fundamentais da companhia⁴⁷.

Sobre a questão dos direitos dos investidores minoritários, o autor identifica clara distinção entre direitos individuais e direitos da minoria: os primeiros são aplicáveis a quaisquer acionistas na qualidade de sócios, independentemente da condição de controle ou não, e a despeito das participações detidas no capital social das sociedades por ações; os outros, pressupõem a existência de um bloco significativo de ações

⁴⁶ “[...] Vê-se, pois, que o Decreto-Lei n. 2627, de 1940, proibia apenas o acionista de votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorresse para a formação do capital social e nas decisões que viessem a beneficiá-lo de modo particular ou, ainda, enquanto diretor, na aprovação das suas contas. [...]” Carvalhosa, Op. Cit.

⁴⁷ Portanto, direitos individuais estabelecidos em lei (e que só por lei podem ser modificados), não estão sujeitos a alterações pela via estatutária e/ou pela vontade dos Conselhos e Assembléias das sociedades, consistindo a lei em limite para os poderes dos com+troladores. Tais direitos também não podem ser objeto de renúncia.

possuídas por um ou mais acionistas não detentores do controle⁴⁸.

Dentre outros, pode-se citar os seguintes direitos individuais⁴⁹ consagrados na Lei Societária brasileira⁵⁰:

1. direito de participar de assembléias e nelas discutir os assuntos em pauta (artigo 125);
2. direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, em nome próprio (artigo 159, § 7º);
3. prerrogativa do acionista de negociar direitos patrimoniais isolados, tais como os de subscrição preferencial (artigo 171);
4. direito de convocar assembléia geral quando os administradores retardarem por mais de sessenta dias a convocação prevista no Estatuto (artigo 123);
5. direito de propor ação de anulação dos atos constitutivos da companhia (artigo 206);⁵¹
6. direito de participar dos lucros sociais;⁵²
7. direito de tratamento igualitário na alienação do controle da companhia, mediante oferta pública simultânea (artigo 254);⁵³

⁴⁸ Em verdade, a lei brasileira em vigor (tal como a legislação de 1940 e a Lei 6.404/76), parte do pressuposto de que a SA é uma organização que tem como finalidade principal a aferição de lucros. Dois princípios básicos decorrem disso, quais sejam, a participação dos sócios nos resultados econômicos (direitos sobre fluxo de caixa) e participação na gestão da companhia. A partir desta moldura jurídica, cinco categorias de direitos dos acionistas podem ser enumeradas, a saber; (i) direitos individuais; (ii) direitos de minoria; (iii) direitos próprios de classes de acionistas; (iv) direitos gerais de dissidência; e (v) direitos coletivos (prevalência da vontade dos controladores). Cf. Carvalhosa, M. Op. Cit. Na presente seção, os direitos enunciados em (i) e (ii) serão tratados com maior detalhamento.

⁴⁹ Os direitos individuais dizem respeito a qualquer acionista, independentemente do percentual de ações que possua, podendo ser exercidos pelos acionistas controladores (artigo 116) e não controladores. Em suma, visam a garantir o exercício de prerrogativas patrimoniais do acionista e a verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e das deliberações da assembléia.

⁵⁰ Referentes à Lei 6.404/76, mantidos na Lei 10.303/01.

⁵¹ “[...] todos esses direitos dizem respeito a qualquer acionista, independentemente do percentual de ações que possua, podendo ser exercidos pelos acionistas controladores e não controladores. Visam a garantir o exercício de prerrogativas patrimoniais do acionista e a verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e das deliberações da assembléia [...]”. Cf. Carvalhosa, M. Op Cit.

⁵² Proporcionalmente às participações detidas e em conformidade com os diferentes regimes de distribuição de dividendos previstos nos Estatutos para cada espécie ou classe de ações.

⁵³ Direito que foi expressamente revogado pela Lei alteradora 9.457/97 (Lei Kandir) e foi parcialmente restituído pela Lei 10.303/01 (*tag along* de 80%).

8. direito do acionista de livremente negociar suas ações, não podendo as eventuais limitações estatutárias da companhia fechada impedir o exercício de tal direito (artigo 36);
9. direito de exigir a autenticação de cópia ou exemplar das propostas, proposições, protestos e declarações de voto oferecidos em assembléia geral cuja ata seja lavrada de forma sumária (artigo 130);
10. direito de requerer a redução a escrito dos esclarecimentos prestados pelos administradores e de exigir o fornecimento pela mesa da assembléia da respectiva cópia (artigo 157); e
11. direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, por substituição processual da companhia caso aprovada em assembléia geral e não tenha sido proposta em até 3 meses da deliberação (artigo 159 § 3º).

Já os direitos da minoria, que também têm caráter inderrogável, intangível e irrenunciável, demandam que se tenha uma determinada e significativa quantidade mínima de ações (como proporção do capital social) não configuradora de posição de controle, conforme a matéria (ou direito), só podendo, de toda forma, como os direitos individuais, ser modificados por força de lei⁵⁴.

São exemplos de direitos dos acionistas minoritários⁵⁵:

1. faculdade de requerer aos administradores a relação de endereços dos acionistas aos quais a companhia enviou a solicitação de mandato (*proxy votes*), para o fim de remeter-lhes pedido com o mesmo objetivo (artigo 126. Exigência mínima de 0,5% do capital social);
2. requerer em juízo a exibição dos livros da companhia (artigo 105);
3. requerer que a convocação de assembléia geral da companhia fechada lhe seja enviada por carta ou telegrama (artigo 124 § 3º);

⁵⁴ Ainda que os direitos da minoria não pressuponham, necessariamente, o estabelecimento de uma dissidência, de qualquer forma o seu exercício visa à verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores. Cf. Carvalhosa, M. Op Cit.

⁵⁵ Consagrados a partir da Lei nº 6.404/76 e mantidos na Lei 10.303/01.

4. requerer que lhe seja remetida cópia dos documentos que se acham à disposição dos acionistas, na sede social, para a realização da assembléia geral (artigo 133 § 2º);
5. solicitar informações aos administradores de companhia aberta sobre os interesse patrimoniais dos mesmos, representados por valores mobiliários de emissão da companhia, benefícios ou vantagens recebidas (*fringe benefits*), condições dos contratos de trabalho e, ainda, quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia (artigo 157);
6. propor ação de responsabilidade contra os administradores (artigo 124)⁵⁶;
7. convocar a assembléia geral quando os administradores não atenderem a pedido de convocação que nesse sentido lhes for apresentado no prazo de oito dias (artigo 123, com nova redação dada pela Lei 9457/97)⁵⁷;
8. requerer o funcionamento do Conselho Fiscal e eleger um membro deste (artigo 161) e requerer a adoção do voto múltiplo para eleição dos membros do Conselho de Administração (artigo 141)⁵⁸; e
9. direito à eleição de um dos membros do Conselho de Administração, se o número de membros desse órgão for inferior a cinco, independentemente da adoção do regime de voto múltiplo (artigo 141)⁵⁹.

Sobre conflito de Interesses

Após ter detalhado os direitos consagrados na lei societária, a reflexão se concentrará nos dispositivos da Lei que tratam de potencial conflito de interesses ou benefício particular, situações extremamente

⁵⁶ Para os direitos dos minoritários expressos em (ii) , (iii), (iv), (v) e (vi), o requisito mínimo de participação no Capital Social é de 5%.

⁵⁷ Necessário deter 5% ou mais do Capital Social ou preferencial.

⁵⁸ Exigência de 1/10 do capital votante. O direito de requerer o funcionamento do Conselho Fiscal é conferido, adicionalmente, aos detentores de 5% ou mais das ações sem direito a voto.

⁵⁹ Requer, no mínimo, 20% do capital votante.

importantes em países com estrutura acionária fortemente concentrada, nas quais o *enforcement* legal é fundamental para a proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Na seção 3.3 serão apresentados alguns casos que permitirão avaliar a interpretação do colegiado da CVM a respeito da aplicação da Lei das SA no que diz respeito a conflito de interesses e abuso de poder e seus efeitos para o exercício do ativismo no Brasil. Dada a importância da percepção do órgão regulador a respeito deste tema, buscar-se-á, a seguir, sintetizar as diversas doutrinas a respeito do tema.

A Lei das SA trata do abuso de poder do controlador e da sociedade controladora (em particular, em seus artigos 115, 116, 117, 118 e 238), do desvio do poder do administrador (artigo 154), do dever de lealdade (artigo 155), do conflito de interesses do administrador com a companhia (artigo 156)⁶⁰, das responsabilidades dos administradores (artigo 245).

Segundo a abordagem da matéria no direito societário brasileiro, instaura-se o conflito de interesses e o abuso de direito de voto quando a manifestação deste não traduz o interesse coletivo. A Lei considera abusivo o voto exercido com a finalidade de causar dano à companhia ou aos demais acionistas; ou visando à obtenção de vantagens particulares, inclusive para terceiros, sem justa causa ou da qual possa resultar prejuízo para a companhia ou para os demais acionistas⁶¹.

Haverá interesse contrário à sociedade, quando esta: (i) observar perda imediata ou futura; (ii) deixar de obter uma vantagem lícita; e/ou (iii) em função do voto, observar resultado menor do que seria obtido se outra fosse a manifestação decisória do acionista.

Doutrinariamente, no entanto, não há consenso entre os juristas brasileiros quanto à aplicação da Lei das SA em questões envolvendo conflito de interesses ou interesse particular. A polêmica concentra-se na

⁶⁰ Aspecto interessante na formalização do abuso do direito de voto nos termos da Lei 6.404/76, é que tal dispositivo aplica-se, também, aos minoritários, também eles respondendo por danos causados, ainda que seu voto não tenha prevalecido. Cf. Carvalho, M. (1997).

⁶¹ Cf. Carvalho, M. Op. Cit.

interpretação do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei, o qual é transcrito a seguir:

“Art. 115. O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

A depender da interpretação do artigo acima, combinado com o artigo 117, que dispõe sobre as modalidades de exercício abusivo de poder por parte do acionista controlador⁶², caberá, ou não, direito de voto ao acionista controlador em matérias nas quais tenha conflito de interesses ou interesse particular. E, conforme veremos nos casos apresentados no capítulo a seguir, o exercício do voto pelo controlador nessas matérias tende a inviabilizar o *enforcement* do monitoramento, impedindo os ganhos obtidos pelos minoritários. Ou seja, a eficácia do ativismo no Brasil depende fundamentalmente da percepção dos agentes quanto a esse dispositivo.

De acordo com Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, é ponto pacífico na doutrina que nas duas primeiras hipóteses reguladas no parágrafo único do artigo 115 há vedação de voto, a saber: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens que conferiu ao capital social e à aprovação das suas contas como administrador. Tais situações acarretam

⁶² “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º - São modalidades do exercício abusivo de poder: (...)

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

nulidade do voto e a conseqüente anulabilidade da deliberação se o voto for determinante para a formação da maioria. Dúvidas existem quanto à terceira hipótese, referente às deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular⁶³.

O cerne das divergências resume-se na seguinte questão: pode o acionista controlador votar em matérias que tenha interesse específico, como é o caso das situações nas quais este comercializa bens ou serviços com a empresa na qual é sócio?

Um detalhamento maior dessa questão remete à dicotomia entre duas teses, a saber: (i) conflito formal (juízo puramente formal), ou seja, independente da necessidade de se comprovar existência de contrariedade em relação ao interesse da companhia, a parte interessada em uma operação não pode, *a priori*, votar; e (ii) conflito substancial (juízo de mérito), quer dizer, carece de comprovação de sua contraposição em relação ao interesse da empresa e, portanto, só pode ser configurado *a posteriori*⁶⁴.

Na minha avaliação, parece pouco provável que o acionista com interesse específico na matéria tenha isenção suficiente para, abstraindo de seu próprio interesse, votar apenas considerando o bem da companhia na qual é sócio. Em se tratando de contrato bilateral, no qual a soma do jogo é zero, ou seja, se uma parte ganha a outra necessariamente perde, como seria possível, ainda que de boa-fé, atender a interesses essencialmente opostos?

Ademais, a tese que advoga o conflito substancial requer comprovação de dano à companhia, recaindo o ônus da prova sobre a parte que se sentiu prejudicada. Ora, se a parte que tem o poder de impor sua vontade à companhia é justamente o controlador, caberá ao minoritário arcar com os custos da prova. Considerando-se que, por definição, os benefícios destes são proporcionalmente menores (pois

⁶³ Extraído de voto proferido pelo ex-diretor da CVM, Marcelo Trindade, em 2002, no julgamento acerca de conflito de interesses, quando a Tele Celular Sul Participações S/A, controlada pela Telecom Italia Mobile - TIM, votou na AG de sua controlada CTMR Celular S/A. Vide Inquérito Administrativo CVM Nº RJ 2001/4977.

⁶⁴ Cf voto Marcelo Trindade, Op. Cit.

estes detêm parcela relativamente pequena da empresa), não haverá incentivo a incorrer nesses custos e, ainda que haja, o tempo necessário para compilar os elementos comprobatórios pode inviabilizar o desfazimento da operação *a posteriori*.

Por fim, exigir que a vedação de voto só possa ocorrer se comprovado *a posteriori* o conflito é um paradoxo, ou seja, como é possível comprovar *ex ante* algo que só será observável *ex post*? Assim, essa interpretação, ao requerer como condição precedente, tal comprovação, parece inviabilizar a implementação desse artigo nessa questão fundamental para os minoritários em operações envolvendo partes relacionadas.

Parece razoável supor que, conforme aponta Carvalhosa (1997), o espírito da lei objetivou propiciar, especificamente, uma efetiva defesa dos interesses dos minoritários, relativamente ao voto dos controladores, com foco no alinhamento do exercício do direito de voto ao interesse da companhia e dos demais acionistas (não controladores). De acordo com o autor, “há proibição legal para o acionista que tem conflito de interesses com a sociedade de votar em qualquer sentido, nem que seja conforme o interesse social. (...) A configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas na lei, torna-se uma questão que a priori somente pode ser deslindada através do critério formal (grifo nosso).”⁶⁵

Ao analisar-se a interpretação dos membros do colegiado da CVM em casos envolvendo partes relacionadas, pode-se perceber três posições distintas, sendo que duas delas têm o mesmo efeito prático, ou seja, concluem que há vedação de voto em deliberações que possam beneficiar “de modo particular” o acionista, como, por exemplo, um contrato bilateral com a companhia.

Para a diretora Norma Parente, vale a tese acima mencionada por Carvalhosa, ou seja, de que o conflito de interesses deve ser configurado *ex ante*, bastando haver interesse específico por parte do acionista na matéria em pauta.

⁶⁵ Cf palestra apresentada pela diretora da CVM, Norma Parente: “Conflito de Interesses na Lei da S.A”, realizada no contexto de fórum organizado pelo IBGC, Rio de Janeiro, em 06/05/2003.

Ainda nessa linha de raciocínio, Calixto Salomão Filho afirma que

“havendo dever fiduciário, por parte de administradores e controladores, não há qualquer necessidade de indagar se há ou não lesão ao interesse social ou à sociedade. Como nos casos de gestão ou administração de negócios de terceiros em geral haverá conflito formal toda vez que a priori o agente tiver interesse direto no negócio ou ato, ou seja, quando for contraparte ou de qualquer forma tiver interesse maior na contraparte da sociedade.”⁶⁶

As posições doutrinárias acima transcritas sugerem haver amparo legal para intervenção *ex ante* da CVM em casos envolvendo conflitos de interesses, ou seja: em casos em que há interesse particular de uma das partes (como é o caso de contrato de compra e venda de serviços). A situação de conflito poderia ser configurada *a priori* e, portanto, haveria impedimento de voto da parte.

Esta percepção, no entanto, é rechaçada por outros autores e não é a visão dominante no colegiado da CVM. Uma posição alternativa pode ser observada no voto proferido pelo ex-diretor Marcelo Trindade⁶⁷, conforme transcrito a seguir, que resume a sua visão sobre a doutrina a respeito do tema e conclui levantando sérios questionamentos à versão acima citada, mas aponta para um caminho conceitual que parece bastante interessante.

“ (...) Ora a vantagem indevida, capaz de acarretar prejuízos à companhia ou aos outros acionistas, conforme acentua o próprio Leães, somente pode ser verificada mediante um juízo de mérito e não um juízo puramente formal. Não é o caso, porém, da hipótese questionada, como se viu, em que, por meio de um critério formalístico, permite-se apurar o conflito no exercício do voto. (...)”

*A questão é controversa quando se adentra à terceira hipótese prevista na norma, qual seja, a da deliberação que possa beneficiar "de modo particular" o acionista. E neste ponto a conclusão de **Erasmio França** é coincidente com a de **Fábio Konder Comparato**, no sentido de que se está diante de um conflito formal, ou presumido, de interesses, passível de ser*

⁶⁶ Cf Parente, Op. Cit.

⁶⁷ Cf. Inquérito Administrativo CVM Nº RJ 2001/4977.

examinado antes da deliberação — o que parece, em minha opinião, o entendimento correto.

*A quarta hipótese de que trata o § 1º do art. 115, e a mais geral delas, é a do acionista "que tiver interesse conflitante com o da companhia" no que se refere à deliberação. Neste caso a doutrina francamente majoritária, com a voz dissonante de **Modesto Carvalhosa**, é no sentido de que o conflito, como questão de fato, deva ser examinado caso a caso (...).*

*Já **Leães** entende que o interesse conflitante deverá ser apurado em cada caso concreto, conforme as circunstâncias, afastando um critério puramente formal, ou apriorístico.*

*Para Comparato, igualmente, a existência de uma contradição de interesses é *quaestio facti*, a ser apreciada em concreto; segundo ele, porém, ocorrerá também impedimento de voto, na medida em que o conflito de interesses transpareça a priori da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista (...)*

*Sucedo que, como ressaltado por Leães, o legislador brasileiro, consciente da realidade que hoje constituem os grupos societários, seguiu a tendência de adotar um controle *ex post* do exercício do voto em caso de conflito de interesses. (...)*

*Nesse ponto, pessoalmente me parece que a opinião mais acertada é a do Professor **Comparato**, com a distinção de que, a meu ver, tratando-se de contrato entre o acionista e a companhia, a hipótese é de benefício particular, e não de conflito de interesses genericamente considerado — dado também entender que tal conflito deva ser apreciado *ex post*. (...)*

A mim me parece que, embora tratando de benefício particular, quis a lei extremar uma hipótese mais ampla que as anteriores, porém ainda previamente perceptível, de conflito de interesses, a qual ocorre sempre que se possa atestar prévia e indubitavelmente que a deliberação trará benefício ao acionista, não extensível aos demais, ou à companhia.

Por isso entendo que na deliberação sobre a celebração de um contrato bilateral entre a companhia e o acionista está previamente impedido o voto deste último, não porque enxergue necessariamente no contrato um conflito de interesses — interesses que, aliás, normalmente convergem —, mas porque nele vejo um benefício particular (a contraprestação), benefício este que, concedido ao acionista contratante, não é estendido aos demais acionistas, por razões óbvias."

Como pode ser observado nas razões apresentadas no voto acima, há fortes argumentos jurídicos contrários à aplicação da tese de conflito

formal, quer dizer, da avaliação de conflito *ex ante*. No entanto, há espaço para interpretar que o § 1º do art. 115 da Lei das SA impede o voto previamente à deliberação nos casos em que houver benefício particular, ou seja, diverso daquele auferido pela empresa e pelos demais acionistas.

Não se pretende aqui abordar em maior profundidade as teorias acima citadas, mas cabem algumas considerações a respeito. Ao órgão regulador (CVM) incumbe, sempre nos limites da Lei, é óbvio, interpretá-la de forma a permitir a máxima proteção dos interesses do mercado e, em geral, dos minoritários. Sabedor que os casos envolvendo partes relacionadas têm alto potencial de expropriação, não é razoável deixar discussões de forma (muito interessantes, vale dizer) contaminarem o conteúdo.

Observe-se que, tanto a tese de conflito formal, defendida pela diretora Norma Parente, quanto a de impedimento de voto *a priori* em situações de interesse particular, defendida pelo ex-diretor Marcelo Trindade, atendem aos interesses dos minoritários. Ambas permitem atuação *ex ante*, ou seja, vedação de voto sem que haja necessidade de se comprovar, *a priori*, dano ou interesse conflitante com companhia. A terceira posição, defendida pelo diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, não admite vedação de voto *a priori*, ou seja, deve-se avaliar caso a caso. Lamentavelmente, como veremos nos casos apresentados na seção 3.3, esta é, atualmente, a tese dominante no colegiado da CVM.

Uma proposta intermediária, que permitiria adaptar a tese de conflito formal à necessidade de vedação de voto *ex ante*, surgiu em reunião de alguns membros atuantes no mercado de capitais com diretores da CVM⁶⁸. Tal proposta consiste, essencialmente, nos seguintes pontos, envolvendo operações entre partes relacionadas, os quais poderiam constar de parecer de orientação da CVM:

⁶⁸Dentre os investidores, cabe citar esta autora e representantes da Bradesco Templeton, Dynamo e Investidor Profissional. A referida reunião foi realizada em 21/02/2003 e, posteriormente, apresentada em Parente, N., op. cit.

- Em situação de conflitos evidentes ou de interesse particular por parte de um acionista, deve haver o impedimento de voto (exame *a priori*);
- O voto apenas será permitido se houver inversão do ônus da prova, ou seja: caso o interessado evidencie não haver conflito de interesses e/ou que a operação em análise contempla condições, em termos de preço e qualidade, compatíveis com o mercado;
- A CVM deveria considerar que, nas situações em que percentual significativo dos acionistas minoritários tenha posicionamento contrário ao do controlador, há indício forte de conflito e, portanto, a abstenção deveria ser obrigatória, até prova em contrário (exame *a priori*).

Em caso de dúvida, o controlador deveria adiar a decisão ou a deliberação sobre a existência ou não de conflito e buscar a opinião de um terceiro (laudo de avaliação independente).

Vale notar, todavia, que, até o presente momento, a CVM não emitiu instrução regulando potenciais situações de impedimento de voto dos controladores em operações envolvendo partes relacionadas. Considerando que está entre as atribuições da CVM a preservação e o desenvolvimento do mercado acionário, caberia ao órgão regulador encontrar na lei os caminhos necessários para coibir potenciais situações de abuso por parte de controladores.

Tal fato torna-se especialmente importante, tendo em vista que, como será observado nos casos apresentados a seguir, a ausência de sinalização do órgão regulador nessa matéria pode acarretar significativo prejuízo ao mercado de capitais.

Adicionalmente, independentemente da atuação da CVM, os estatutos das empresas poderiam contemplar regras para lidar com operações envolvendo conflito de interesses, além de arbitragem. Em situações envolvendo partes relacionadas, o estatuto deveria conferir voto

à totalidade do capital social da empresa, ou seja, tais deliberações deveriam ser submetidas à AGE⁶⁹. Caso isto não seja possível, caberia, ao menos, voto restrito para ações preferenciais em situações como: transformação, cisão, incorporação, fusão e alienação.

Governança Corporativa, Abuso de Poder e Mecanismos de Proteção aos Acionistas Minoritários

Como mencionado inicialmente, Governança Corporativa refere-se ao conjunto de mecanismos por meio dos quais investidores *outsiders* (acionistas ou credores) se protegem contra expropriação por parte dos investidores *insiders* (executivos ou acionistas controladores). Os primeiros não têm garantia de que seus recursos serão tratados pelos últimos com a devida diligência (*duty of care*) e, principalmente, com lealdade (*duty of loyalty*)⁷⁰

As boas regras de GC visam justamente mitigar o risco de abuso de poder por parte de executivos ou dos controladores. Para tal, propõe-se um conjunto de medidas⁷¹ que visam alinhar o interesse dos *insiders* ao dos *outsiders*, reforçando mecanismos que garantam equidade⁷², transparência e prestação de contas (*accountability*).

Cabe notar que os principais aspectos da crise de confiança nos EUA, que se seguiu aos escândalos corporativos envolvendo empresas como Global Crossing, Tyco, Adelphia, Ahold, Health South, Xerox, Parmalat, Skandia, Enron, WorldCom foram: fraudes contábeis; empréstimos para administradores; *insider trading*; e evasão fiscal. Em todos esses casos, os princípios basilares de GC não foram respeitados, notadamente no que diz respeito a transparência e prestação de contas.

⁶⁹ Para medidas visando tratar conflito, vide IBGC, op cit, seções 1.2, 1.5.8, 1.9, 2.5, 6.2.1 e 6.2.2.

⁷⁰ La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000a).

⁷¹ Princípios básicos de GC apresentados no Código de Boas Práticas do IBGC que, em sua última versão, acrescentou o princípio da Responsabilidade Corporativa, no intuito de conferir uma visão de longo prazo ao processo, garantindo a sustentabilidade das empresas. Cf. IBGC, Op. Cit.

⁷² Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários. Cf. IBGC, Op. Cit., p. 10.

Não basta apenas a empresa cumprir os requisitos de ter órgãos societários como Conselhos de Administração e Fiscal, além de auditoria independente e auditora interna: é preciso que estes funcionem adequadamente. No intuito de permitir o devido monitoramento da gestão da empresa (*insiders* ou agentes) por parte dos principais (*outsiders*), é fundamental que haja transparência, no sentido mais amplo do termo (*full disclosure*) e *accountability* por parte dos agentes.

Observe-se que todos os casos acima mencionados contaram com auditores independentes de primeira linha, ou seja, uma das *top five* empresas de auditoria⁷³. Os escândalos ocorreram não obstante o fato de os auditores estarem sujeitos a amplo conjunto de normas técnicas, nacionais e internacionais, que enfatizam aspectos de independência e a correta divulgação das informações financeiras ao mercado de capitais⁷⁴.

As fraudes contábeis tornaram evidentes a falta de transparência e *accountability* dos *insiders* (executivos) para com os *outsiders* e se concretizaram mais especificamente em função de falhas de monitoramento da relação entre auditores independentes e os executivos. Caberia ao Conselho de Administração dessas empresas ter monitorado mais de perto esse relacionamento. Ademais, contratos de remuneração contemplando cláusulas de *stock options*, observadas na maioria dos escândalos corporativos, corroboraram para o desalinhamento de interesses entre agente e principal, favorecendo a valorização da *stock performance* em detrimento da *corporate performance*.

⁷³ Com a quebra da Arthur Andersen, hoje há apenas quatro empresas de auditoria de primeira linha (*top four*). No que se refere à associação dessas empresas com os escândalos corporativos, tem-se: Price WaterhouseCoopers – PWC (Tyco), Deloitte (Adelphia, Ahold e Parmalat), Ernst&Young (Health South e Skandia), Arthur Andersen (Enron, WorldCom) e KPMG (Xerox). Observe-se que, no caso da Skandia, o CFO era um ex-presidente da Ernst&Young! Cf Hallqvist, B. in Gazeta Mercantil (05/01/04). Para maiores detalhes sobre os diversos escândalos, vide site da Corporate Library (<http://www.thecorporatelibrary.com/Governance-Research/spotlight-topics/scandals.html>).

⁷⁴ Dentre os órgãos que tratam dessas normas, cabe mencionar, no Brasil, o Conselho Federal de Contabilidade e o IBRACON - Instituto de Auditores Independentes do Brasil. Dentre os órgãos internacionais, tem-se IOSCO – International Organization of Securities Commissions (órgão internacional que congrega as entidades reguladoras de Mercado de Capitais, com atuação na recomendação de normas técnicas), o IFAC – International Federation of Accountants (órgão responsável pela emissão das normas internacionais de auditoria) e o AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (órgão técnico contábil profissional dos EUA).

De forma a mitigar esse risco, o IBGC (2004, p.35) propõe que a remuneração dos executivos deva ser estabelecida de forma a criar os incentivos apropriados para a geração de valor a longo prazo, sem que os diretores estejam envolvidos em decisão que abranja sua própria remuneração. Ademais, sugere-se que opções de compra de ações a preços descontados sejam evitadas.

Outro aspecto relevante diz respeito à independência das empresas de auditoria em relação à empresa auditada. Eventual prestação de serviço de consultoria pelo auditor independente não pode representar parcela significativa de sua receita, sob o risco de este perder sua independência. Outra situação a ser evitada é aquela na qual poucos clientes representam parcela substancial do faturamento da empresa de auditoria. Em ambos os casos, a empresa de auditoria estaria dependente financeiramente da empresa auditada e, portanto, incapaz de exercer suas funções adequadamente.

Mais adiante veremos as medidas impostas pela Lei Sarbanes-Oxley, promulgada pelo Congresso dos EUA para sanear e instituir práticas de governança corporativa no mercado de valores mobiliários americano após os escândalos corporativos. No que tange à auditoria, sua base conceitual tem foco maior nas questões de conflito de interesses na venda de outros serviços, a serem avaliados pelos Comitês de Auditoria. A Lei atribui grande ênfase à responsabilidade da administração no que diz respeito à efetividade do ambiente de controles corporativos.

Em países com estrutura acionária concentrada, as boas regras de GC buscam, essencialmente, mitigar o risco de abuso de poder por parte do controlador. Nesse contexto, o tema “conflito de interesses/benefício particular”, anteriormente discutido, assume especial relevância.

A dinâmica das estruturas de Governança Corporativa tem sido objeto de estudos e pesquisas recentes no Brasil⁷⁵, e delas é possível extrair as seguintes circunstâncias que corroboram com um sistema

⁷⁵ Mckinsey & Company (junho de 2000); Mckinsey & Company and Korn/Ferry International (2001); Spencer Stuart and Sibson Consulting (2003); e KPMG (2004).

pouco propício às boas regras de GC e, em geral, gerador de conflitos dentro das empresas, como listado por Di Miceli da Silveira⁷⁶ :

- (i) estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- (ii) empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- (iii) presença de acionistas minoritários pouco ativos que, apesar de acarretar baixa probabilidade de conflito dentro das empresas, não contribui para o aperfeiçoamento da GC no país;
- (iv) alta sobreposição entre controle e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores⁷⁷;
- (v) pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- (vi) escassez de Conselheiros profissionais no Conselho de Administração;
- (vii) remuneração dos Conselheiros como fator pouco relevante;
- (viii) estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

Conforme mencionado anteriormente, a forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas.

No Brasil, o padrão de financiamento da acumulação de capital privada foi fortemente dependente da transferência de recursos da

⁷⁶ Di Miceli da Silveira (2002).

⁷⁷ Vale notar que esta distorção foi agravada com a Nova Lei das SA, ao introduzir o artigo 118, parágrafos 3, 8 e 9.

sociedade, via Estado, precipuamente através de subsídios fiscais e creditícios, além do imposto inflacionário.

As restrições relacionadas ao esgotamento desse padrão de financiamento, principalmente a partir do início dos anos 90, associadas a um novo contexto de concorrência em nível global e de políticas macroeconômicas de austeridade monetária e fiscal visando a estabilização econômica, engendraram a necessidade de um novo desenho da estrutura de governança das empresas abertas brasileiras visando à captação de recursos a custo competitivo nos mercados de capitais doméstico e internacional.

Nesse novo modelo de governança, e visando redução do custo de capital, requisitos de transparência, equidade e de prestação de contas aos acionistas minoritários, mitigadores dos riscos de expropriação desses financiadores pelos controladores e gestores, foram consistentemente incorporados a uma estrutura legal e institucional característica de ambiente favorável e indutor de boas práticas de gestão. Dentre as diversas iniciativas, que buscaram aperfeiçoar o modelo de GC brasileiro, cabe destacar:

1. criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, em 1995, e elaboração do código de boas práticas de GC ⁷⁸;
2. crescente conscientização e ativismo de investidores institucionais, seja por parte de fundos de pensão ou de gestores “ativistas”, como Investidor Profissional, Dynamo e Bradesco Templeton;
3. aprovação, em outubro de 2001, da Nova Lei das SA, que, conforme visto anteriormente, trouxe aperfeiçoamentos no que diz respeito a direitos dos minoritários;
4. criação do Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, em 2001;

⁷⁸ Inicialmente, o IBGC chamava-se Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA. Em março de 2004 o Instituto lançou a 3ª versão do Código, já incorporando novas preocupações e sugerindo práticas que se manifestaram importantes em consequência da evolução do mercado e amadurecimento do tema GC.

5. estabelecimento, em 2001, de novas regras⁷⁹ com limites maiores para aplicação dos recursos dos fundos de pensão em empresas com boas práticas de governança, aplicadas pela Secretaria de Previdência Complementar - SPC, para definição dos limites de aplicação;
6. incentivo ao monitoramento das empresas no *portfólio* dos investidores institucionais, tais como a obrigatoriedade de: (a) as Entidades fechadas de Previdência Complementar informarem aos seus participantes os votos proferidos em Assembléias de Acionistas, conforme Res. MPAS/CGPC 01/01; e (b) os gestores dos fundos mútuos explicitarem a seus cotistas o perfil do fundo no que diz respeito à postura a ser adotada em relação ao exercício do direito de voto nas Assembléias (Res. CVM n. 377, de 2002);
7. cartilha da CVM “aplique ou explique-se”, definindo, além do que a Lei das SA exige, práticas desejáveis para as empresas que têm um comportamento adequado em relação aos seus acionistas minoritários;
8. definição, pelo BNDES, em dezembro de 2002, de programa fixando a adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos;
9. Lei Sarbanes-Oxley, de julho de 2001, que deverá ser aplicada às empresas brasileiras com registro de ADRs nos EUA e subsidiárias de empresas listadas na NYSE ou NASDAQ.

Destaca-se, sem dúvida, no quadro geral das transformações do ambiente regulatório brasileiro, no sentido de maior proteção legal e incentivo às boas práticas corporativas, a criação dos níveis especiais de negociação de ativos na Bovespa.

A adesão ao Novo Mercado da Bovespa - NM, e níveis intermediários, é voluntária e significa que a empresa aceita regras mais rígidas do que aquelas estabelecidas pela lei societária, de forma a permitir maior transparência, mais informações e maior equilíbrio no que

⁷⁹ Em 2001 foi instaurada a Resolução CMN nº 2.829, posteriormente substituída pela Resolução CMN nº 3.121, de 2003.

diz respeito aos direitos dos acionistas. Esta seria a forma de as empresas que têm menor risco de expropriação se diferenciarem das demais, evitando, assim, o risco de seleção adversa. As empresas do NM sinalizam ao mercado que representam menor risco de expropriação e, *coeteris paribus*, tenderiam a captar recursos a taxas menores. Como veremos nas regras apresentadas a seguir, o desenho do NM buscou máximo alinhamento de interesses entre controladores e minoritários⁸⁰.

Novo Mercado Bovespa (NM)⁸¹

As regras do Novo Mercado podem ser classificadas conforme três grupos:

I) maior equilíbrio de direitos

- **uma ação – um voto**: apenas ações ordinárias, ou seja, todas as ações têm direito a voto⁸²;
- **câmara de arbitragem do mercado**: adesão obrigatória;
- **tag along**: em caso de venda de controle acionário, todos os acionistas têm direito a vender suas ações nas mesmas condições obtidas pelos controladores;
- **composição do CA**: mínimo de 5 Conselheiros, com mandatos de 1 ano cada;
- **saída do NM, ou fechamento de capital**: oferta pública pelo valor econômico.

II) transparência

- **informações trimestrais**: (i) demonstrações consolidadas; (ii) demonstração de fluxo de caixa; (iii) posições acionárias,

⁸⁰ O resumo a seguir baseia-se em apresentação realizada pela superintendente da Bovespa, Maria Helena Santana, no curso de melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC.

⁸¹ Duas empresas listadas: CCR - Cia de Concessões Rodoviárias e Sabesp. Recentemente a Natura (empresa familiar) anunciou que pretende abrir seu capital já no Novo Mercado.

⁸² Esta é uma das principais regras de GC. Busca alinhamento de interesses via aproximação entre propriedade e controle.

- independente de percentual, de administradores e controladores; (iv) demonstrações financeiras anuais com fluxo de caixa; e (v) demonstrações financeiras anuais em padrão US GAAP ou IAS;
- **dever de Informar:** (i) contratos entre a empresa e partes relacionadas, quando, com uma mesma parte, atingirem R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido, dos dois, o maior; e (ii) operações de administradores e controladores com ações da empresa e seus derivativos, mensalmente;
 - **eventos corporativos:** manter calendário atualizado;
 - **reunião com mercado:** realizar ao menos uma por ano.

III) dispersão acionária

- **free float:** manutenção de percentual mínimo de 25% das ações em circulação;
- **ofertas públicas:** adotar mecanismos que favoreçam a venda pulverizada;
- **lock up:** período de bloqueio à negociação para controladores, após a abertura de capital - 100% nos primeiros 6 meses; e 60% da posição no período do 7º ao 12º mês após a colocação inicial;

Nível 1 Bovespa (N1)⁸³

- Todos os requisitos de transparência do Novo Mercado, **exceto** contabilidade em padrão internacional;
- Todos os compromissos de dispersão do Novo Mercado, **menos lock-up**;

Nível 2 Bovespa (N2)⁸⁴

Todos os critérios do N1 **mais**:

- **demonstrações financeiras:** anuais e em US GAAP ou IAS;

⁸³ Adesão de 28 empresas: Aracruz, Bradesco, Bradespar, Brasil Telecom, BT Participações, Braskem, Cemig, Cia Hering, Gerdau, Itaú, Itaúsa, Klabin, Mangels, Pão de Açúcar, Perdigão, Randon, Ripasa, Rossi Residencial, Sadia, Transmissão Paulista, Unibanco, Unibanco Holdings, Varig, Varig Serviços, Varig Transportes, VCP, Vigor e Weg.

⁸⁴ 03 companhias listadas: Net S.A., Celesc e Marcopolo.

- **CA:** mandatos de 1 ano e mínimo de 5 membros;
- **venda do controle:** extensão das mesmas condições para os detentores de ações ON e, no mínimo, 70% do valor para as ações PN;
- **fechamento de capital:** deve ser utilizado valor econômico na oferta;
- **câmara de Arbitragem do Mercado:** adesão obrigatória;
- **direito de voto às ações preferenciais em assuntos específicos:** (i) reestruturações societárias; (ii) contratações do controlador com a companhia que sejam matéria de assembléia; e (iii) avaliação de bens dados para integralizar aumento de capital.

Outros Dispositivos Regulatórios de Incentivo a Boas Práticas de GC

Agregando-se ao arcabouço regulatório central que referencia o ambiente societário brasileiro, que discutimos nesta seção, apresentaremos a seguir duas medidas complementares que têm grande potencial de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Nos dois casos, trata-se da indução da adoção de boas práticas de GC mediante, no primeiro deles, a concessão de tratamento diferenciado no que toca à captação de recursos de empréstimo de longo prazo (BNDES) ou, no segundo, à inviabilização de captação de recursos em mercados de capitais estrangeiros no caso de não conformidade a requisitos de transparência (caso da adequação das empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* - ADRs no mercado norte-americano, no contexto da Lei Sarbanes-Oxley.

- **Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa do BNDES⁸⁵**

De acordo com Mendonça de Barros (2000)⁸⁶, “o BNDES acabou contribuindo para dificultar o desenvolvimento de um mercado de capitais, na medida em que era (e ainda é) uma excelente alternativa de recursos mais baratos. (...) “enquanto a economia brasileira era fechada, as grandes empresas nacionais financiavam-se basicamente no BNDES, recorrendo apenas eventualmente ao mercado acionário e, conseqüentemente, dando pouca atenção ao acionista minoritário e preferencialista”.

Nesse contexto, o BNDES poderia atuar como importante agente indutor das boas práticas de GC: ao condicionar seus empréstimos à adoção das referidas práticas, as empresas brasileiras passariam a ver o mercado de capitais como uma alternativa de financiamento, com conseqüente incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais. Essa foi a lógica que, aparentemente, consubstanciou a atuação do Banco nos seus investimentos em renda variável e em programas como o Programa de Apoio às Novas S/A, e os Fundos Fechados de *Private Equity* e de Empresas Emergentes.

Em dezembro de 2002, a diretoria do BNDES aprovou a criação do “Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa”, de adesão voluntária, criado objetivando colocar em prática o conceito de que melhor governança reduz o custo do capital. Este Programa contempla regras obrigatórias de GC e se aplica a todas as empresas com faturamento líquido anual médio acima de R\$ 100 milhões nos últimos dois anos.

⁸⁵ BNDES (2002). Vale notar que o programa aqui apresentado foi lançado em dezembro de 2002 e, embora não tenha sido formalmente revogado, ainda não foi aplicado para nenhuma empresa.

⁸⁶ “Além da reduzida necessidade de recursos, as empresas não tinham interesse em abrir o capital visto que a abertura implica perda de raios de manobra na gestão. A obrigatoriedade de publicar balanços dificulta a utilização de mecanismos de informalidade na gestão das empresas abertas (caixa dois) tornando-as, algumas vezes, menos competitivas que as empresas fechadas”. Cf. MB Associados e Bovespa (2000).

Aquelas que optarem pela adesão terão direito a um Bônus de Governança Corporativa, que representa maior participação do BNDES no valor total do investimento, ampliação do prazo de pagamento e/ou diminuição do custo financeiro, de acordo com os níveis de exigência do Programa. Trata-se, portanto, de uma forma de condicionar parcela dos empréstimos a serem concedidos pelo banco a empresas que adotam boas regras de GC. Como a demanda por esses recursos excede a oferta, essa medida teve como objetivo incentivar as empresas a se adequarem para fazer face ao crédito oficial, que contempla taxas menores que as de mercado.

Empresas com faturamento líquido anual médio abaixo de R\$ 100 milhões nos últimos dois anos são elegíveis para o Programa caso adotem as regras obrigatórias.

O Programa é composto por quatro pacotes, com diferentes graus de exigência nas práticas de Governança Corporativa, cujo cumprimento dá às empresas o direito de obterem benefícios nos financiamentos junto ao BNDES. Os pacotes são: Bronze, Prata, Ouro e Platina. Cada pacote é composto por itens característicos e itens adicionais⁸⁷.

⁸⁷ **Bônus de Governança Corporativa** - o financiamento passa a ter os seguintes benefícios aplicados sobre as condições normais definidas pela análise tradicional:

- . Custo = TJLP + Spread Básico + Spread de Risco – Bônus
- . % Participação do BNDES = % Participação Normal + % Bônus
- . Prazo = Prazo Normal + Bônus

Pacote Bronze

- . Ampliação do Prazo total de amortização em 1 ano
- . Ampliação do Nível de Participação do BNDES no financiamento do projeto em 10 pontos percentuais
- . Não haverá redução no custo

Pacote Prata

- . Ampliação do Prazo total de amortização em 2 anos
- . Ampliação do Nível de Participação do BNDES no financiamento do projeto em 20 pontos percentuais
- . Não haverá redução no custo

Pacote Ouro

- . Ampliação do Prazo total de amortização em 3 anos
- . Ampliação do Nível de Participação do BNDES no financiamento do projeto em 25 pontos percentuais
- . Redução de 0,50% no custo

Pacote Platina

- . Ampliação do Prazo total de amortização em 3 anos
- . Ampliação do Nível de Participação do BNDES no financiamento do projeto em 25 pontos percentuais
- . Redução de 0,70% no custo.

Há flexibilidade para as empresas escolherem em cada pacote de exigências o conjunto de práticas que deverão adotar, para ter direito ao Bônus de Governança

Corporativa. Por exemplo, no Pacote Bronze poderão escolher quatro dos sete itens característicos e mais quatro dos cinco itens adicionais.

Para migrarem para um pacote superior, as empresas participantes do Programa terão que cumprir todas as exigências previstas no pacote em que estiverem classificadas. Note-se que esse sistema assemelha-se àquele do NM e níveis intermediários da Bovespa.

Os dispositivos e instrumentos mobilizados pelo Programa estão perfeitamente alinhados com os modelos teóricos que vimos discutindo até o momento, aplicando *enforcement* legal (no caso, dispositivos contratuais) em que incentivos são cumulativamente concedidos conforme as empresas se comprometam em adotar procedimentos mais transparentes de governança.

Além do próprio BNDES, que se beneficia de menor exposição ao risco em suas operações de empréstimos realizadas sob condições de crescente *accountability*, também os financiadores de *equity* poderão atribuir menor prêmio de risco para prover recursos às empresas participantes do Programa, em função da redução de assimetria informacional (pelo *signalling* ao mercado).

A redução de mecanismos de seleção adversa associados a este processo tenderia a gerar externalidade positiva para o mercado de capitais, na forma de maior alinhamento de riscos às funções de utilidade dos provedores de financiamento e, portanto, possibilidade de captação de recursos pelas empresas a um menor custo de capital.

- **Adequação de Empresas Brasileiras à Lei Sarbanes-Oxley**

Como se sabe, as amplas reformas regulatórias, em geral, ocorrem após situações nas quais observa-se que o arcabouço regulatório vigente não foi capaz de prevenir desvios. Conforme mencionado anteriormente, os escândalos corporativos recentes fizeram com que o Congresso dos

Estados Unidos aprovasse a Lei Sarbanes-Oxley⁸⁸ - Sarbox, que representou a mais profunda e abrangente legislação para o mercado de capitais americano desde a reforma realizada após a quebra da bolsa em 1929.

O impacto dessa legislação no Brasil deve-se ao fato de a Sarbox ter poderes extraterritoriais: além das mais de 15.000 empresas americanas listadas em bolsas de valores (NYSE e NASDAQ) e suas subsidiárias, a Lei também se aplica a outras 1.500 empresas estrangeiras, das quais 39 são brasileiras que já mantêm programas de recibos de depósitos de ações nos Estados Unidos, as American Depositary Receipts - ADRs. O Brasil representa o terceiro maior número de registros de ADRs e mais de 1.000 multinacionais registradas na *Securities and Exchange Commission* – SEC atuam em seu território⁸⁹.

A Lei Sarbanes-Oxley reescreveu as regras relativas à divulgação e à emissão de relatórios financeiros, de forma a tornar os Diretores Executivos (CEO's) e Diretores Financeiros (CFO's) explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos controles internos sobre relatórios financeiros e divulgações.

É interessante notar a crescente conscientização do mercado a respeito da importância de mecanismos para gerenciar riscos corporativos: de acordo com pesquisa KPMG⁹⁰ divulgada em 2004, referente a 250 empresas brasileiras, 47% já possuem departamento de gerenciamento de riscos, sendo que, em 2002, 68% das empresas consultadas sequer pensavam em criar cargo específico para esse fim.

No esteio dos recentes escândalos corporativos surgiram declarações de executivos que afirmavam desconhecer as atividades duvidosas praticadas por suas companhias, tais como participações não registradas nos livros, reconhecimentos de receitas indevidas, etc... A Lei Sarbanes-Oxley foi criada justamente para desencorajar essas alegações,

⁸⁸ O nome Sarbanes-Oxley deve-se ao fato de essa Lei ter sido elaborada pelo deputado republicano americano Michael Oxley e pelo senador democrata Paul Sarbanes.

⁸⁹ Cf informativo PWC, de 31.10.03.

⁹⁰ Cf. 3ª Pesquisa KPMG sobre Gerenciamento de Riscos e GC (2004).

tornando obrigatórias medidas que intensificam a responsabilidade dos executivos, privilegiando o papel crítico dos controles internos.⁹¹

São duas as seções críticas da Li, a saber:

- **Seção 302**⁹²: determina que Diretores Executivos e Diretores Financeiros devem se declarar pessoalmente responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação. Cada arquivo trimestral deve conter a certificação de que eles executaram a avaliação do desenho e da eficácia desses controles.

Os executivos certificados também devem declarar que divulgaram todas e quaisquer deficiências significativas de controles, insuficiências materiais e atos de fraude ao seu Comitê de Auditoria.

- **Seção 404**⁹³: determina uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros. Além disso, o auditor independente da companhia deve emitir um relatório distinto atestando a asserção da administração sobre a eficácia dos controles internos e dos procedimentos executados para a emissão dos relatórios financeiros.

A seguir, com base em Trindade (2002)⁹⁴, será feita breve comparação entre as exigências contempladas na Sarbox (EUA) e o contexto brasileiro.

- A obrigatoriedade de assinatura e responsabilidade dos diretores (CEO e CFO) pelas demonstrações financeiras já existe no Brasil desde 1976 (arts. 176 e 177, § 4º, da Lei 6.404/76);

⁹¹ Deloitte, Touche, Tomahatsu (2003).

⁹² Esta seção encontra-se em vigor desde agosto de 2002. Seu descumprimento pode acarretar multas de até US\$ 5 milhões e 20 anos de cadeia.

⁹³ Esta Seção entrará plenamente em vigor (*full test*) nos EUA em 31 de dezembro de 2004 e no Brasil em 31 de dezembro de 2005.

⁹⁴ Trindade, M (2002).

- Enquanto nos EUA houve agravamento da responsabilidade dos administradores por fraude dolosa e consciente, no Brasil já havia responsabilidade administrativa e civil por negligência ou imprudência (art. 153 da Lei das SA);
- A exigência de implementar Comitê de Auditoria composto pelos membros independentes do CA pode ser substituída, no Brasil, pelo Conselho Fiscal (nos moldes previstos, desde 1976, nos arts. 162, § 2º, e 163, § 1º, da Lei 6.404, com eleição por minoritários), desde que acrescido o dever de independência;
- A proibição, imposta pela Sarbox, de os auditores prestarem serviços que possam caracterizar perda de independência já constava de instrução da CVM, mas, até o momento, está suspensa por força de liminar obtida por empresas de auditoria (Instruções CVM 308/99 e 361/02);
- A proibição de negociação pelos administradores em *Black-Out periods* já constava da Instrução CVM 358/02;
- Nos EUA, a SEC deve solicitar ao Judiciário a inabilitação dos administradores, enquanto, no Brasil, a CVM tem o poder de inabilitar administradores e agentes de mercado em geral (Lei 6.385/76, já tendo ocorrido vários casos desde 1978);
- No Brasil, o sigilo profissional se sobrepõem ao chamado *noisy withdrawal*, ou seja, dever dos advogados de alertar quanto a práticas indevidas e, caso não sejam interrompidas, estes devem informar, inclusive, à SEC;
- Nos EUA há proibição (em geral) de Mútuos entre a companhia e os administradores, enquanto, no Brasil, há apenas recomendação na Cartilha de Boa Governança da CVM⁹⁵.

Quanto a este último item, ainda de acordo com Trindade (2002), é interessante mencionar que, não obstante o fato de, no Brasil, a proibição

⁹⁵ Esta recomendação - sugerindo que a empresa não deve conceder mútuos para partes interessadas - também consta do novo código de boas práticas do IBGC e do Programa de Governança Corporativa do BNDES anteriormente apresentado.

de mútuos com o controlador ser apenas uma recomendação, e não uma Lei como nos EUA, “(...) *enquanto a maior multa da história da SEC (US\$ 10 Milhões) foi aplicada em um caso de fraude contábil (Xerox), a maior multa da história da CVM (R\$ 62.5 Milhões) foi aplicada em um caso de mútuos para o controlador (Bombril)*”⁹⁶.

Do acima exposto, pode-se concluir que a legislação brasileira, em muitos aspectos, antecipou mudanças recentemente incorporadas na legislação americana no contexto da Lei Sarbanes-Oxley. Observe-se, entretanto, que o *enforcement* no Brasil dessas prerrogativas previstas em Lei ainda deixa muito a desejar. Diferentemente dos EUA, os agentes no mercado brasileiro percebem o órgão regulador como “mais flexível”, além de encontrarem no Judiciário amplo espaço para protelar eventuais sanções impostas pela CVM.

2.3

Fundos de Pensão: arcabouço regulatório e governança corporativa⁹⁷

Tendo em vista o contexto teórico apresentado na seção 2.1, que enfatizou o papel dos investidores institucionais como potenciais mitigadores do risco de expropriação no mercado acionário, esta seção buscará explicitar os mecanismos, internos e externos, que podem induzir o ativismo dos Fundos de Pensão.

Como observado em Gorton and Kahl (1999), os investidores institucionais podem ser monitores imperfeitos em função de seus próprios problemas internos de agência⁹⁸. Vale notar que a estrutura de GC interna nos FP não difere em essência das demais relações envolvendo agente-principal, ou seja, valem os princípios básicos de

⁹⁶ Esta multa, no entanto, é objeto de questionamento por parte da empresa e, até o momento, não foi paga.

⁹⁷ Para um detalhamento da discussão a respeito da estrutura de governança em Fundos de Pensão no Brasil, vide Lustosa, E. & Morandi da Silva, A. (2003).

⁹⁸ Cf. Gillan, S.L. and Starks, L.T. (2003, p. 7).

transparência e *accountability* no que se refere à relação entre o gestor do FP (agente) e os empregados (principais).

Como veremos mais detalhadamente a seguir, no caso da GC tratada no contexto corporativo (“GC tradicional”), valem as regras internas às empresas e aquelas específicas ao mercado de capitais, aplicadas pela CVM. No caso dos FP, valem suas regras internas (“GC interna”), além daquelas definidas pela legislação aplicável à previdência complementar em geral, que é regulada pela Secretaria de Previdência Complementar - SPC. O foco desta seção, assim como na seção 2.5 a seguir, será em regras internas dos Fundos de Pensão, tendo em vista o seguinte círculo virtuoso: uma boa “GC interna” incentiva/pressiona os gestores de FP a monitorarem as empresas investidas e, desta forma, melhora a “GC tradicional”.

No que concerne à legislação aplicável à previdência complementar no Brasil, as Entidade Fechadas de Previdência Complementar - EFPCs não possuem finalidade lucrativa e se organizam juridicamente na forma de fundações ou de sociedades civis.

São implementadas por empresas (patrocinadoras) ou por entidades de representação de classe (instituidoras) e têm como missão conceber e administrar com transparência, prudência e eficiência planos de benefícios (de contribuição definida ou de benefício definido) para seus empregados (participantes), visando à complementação da previdência pública quando de sua inatividade.

Genericamente, nos planos de contribuição definida – CD, essa é conhecida e os benefícios são variáveis, dependendo estes do montante das contribuições e dos retornos obtidos com seu investimento em ativos. Nos planos de benefício definido – BD, os benefícios são previamente determinados pelos patrocinadores, independentemente das contribuições aportadas e do retorno obtido com sua aplicação.

Como mencionado na seção anterior, o marco regulatório geral das EFPCs é constituído pelo arcabouço institucional legalmente aplicável, exposto, dentre outros instrumentos, na Emenda Constitucional nº 20/98,

nas Leis Complementares nº 108/01 e 109/01, na Lei nº 10.431/02 e, mais recentemente, no Decreto 4.942/03.

Esses dispositivos legais estabelecem paradigmas previdenciários (como o equilíbrio atuarial e financeiro e, no caso de empresas públicas ou de economia mista, a paridade de contribuição entre patrocinadores e participantes) e balizam a estrutura organizacional (alçadas decisórias e competências – conselho deliberativo, diretoria executiva e conselho fiscal) e funcional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC.

A SPC, órgão do Ministério da Previdência Social – MPS, é responsável pela supervisão, coordenação, orientação e controle das atividades relacionadas com a previdência complementar fechada.

Os ingressos dos fluxos de caixa dos planos vêm das contribuições de participantes e patrocinadoras, acrescidos dos retornos e do resgate dos investimentos que compõem suas várias carteiras de ativos. Os desembolsos dizem respeito ao pagamento de aposentadorias, pensões e benefícios aos participantes, acrescidos dos custos administrativos das EFPC.

Do ponto de vista dos administradores de fundos de pensão, designados para essa função pela representação de participantes e patrocinadores, reunidos nos conselhos deliberativos das entidades, a gestão de recursos de terceiros reveste-se, essencialmente, de uma *responsabilidade fiduciária*.

Simplificadamente, o exercício da responsabilidade fiduciária pelo gestor de fundos, entendida como uma relação de confiança formalmente constituída, deverá observar as boas práticas de governança corporativa (como transparência e *accountability* – prestação de contas), relativamente aos interesses dos participantes e patrocinadores dos planos de benefícios.

A observância de princípios de prudência, a exemplo de segurança, rentabilidade, qualidade, diversificação e liquidez dos investimentos, nos termos consagrados, por exemplo, no *Employee*

Retirement Income Security Act - ERISA americano, de 1974, e no *Pensions Act* inglês, de 1995, bem ilustra a aplicação desta obrigação⁹⁹.

No que tange à relação agente-principal em contexto de planos de benefício definido *vis a vis* os planos de contribuição definida, uma importante diferença diz respeito ao risco de insolvência desses planos.

Nos planos BD, patrocinadoras (empresas) e participantes (empregados) estão amarrados no risco de insolvência, pois a patrocinadora compromete-se a garantir determinado benefício aos participantes. Neste caso, ambos atuam como principal e o gestor do FP como agente, cabendo aos principais (participantes e patrocinadores) monitorar o gestor. Esta é a lógica associada, em geral, a Fundos de Pensão nos quais a patrocinadora é privada e, portanto, a má gestão e conseqüente perda da poupança alocada no FP, deve ser coberta, *coeteris paribus*, por participantes e patrocinadoras. Observe-se que, no caso-limite, de quebra concomitante da patrocinadora e do FP, como foi o caso Enron, a falta de diligência do gestor, que levou o fundo de pensão a uma excessiva exposição ao risco da patrocinadora, impôs custos apenas aos participantes.

No caso de FP ligados a empresas estatais, agrega-se uma especificidade ao problema: a baixa probabilidade de insolvência faz com que os participantes, em geral, não se sintam comprometidos com o monitoramento da atuação do gestor da fundação, pois seu benefício sempre será honrado pela estatal e, em última instância, pela viúva. Em outras palavras, se houver déficit, a patrocinadora cobre, tornando indiferente o resultado para o participante.

Vale notar que essa lógica foi, de certa forma, alterada pela Emenda Constitucional nº 20/1998, que determinou a paridade das contribuições entre participantes e patrocinadores públicos ou estatais¹⁰⁰. Essa regra conferiu maior responsabilidade ao gestor, pois determinou

⁹⁹ Cf. European Commission (1999) e Galer, R. (2002), este último para a definição do princípio associado ao termo responsabilidade fiduciária e aplicação de termos como trust, fiduciary, trustee no sistema legal dos países anglo-saxões.

¹⁰⁰ Este dispositivo teve sua regulamentação efetuada na forma de Lei Complementar, através da LC 108/2001.

que a metade de eventuais déficits passariam a ser cobertos pelos participantes. Note-se, no entanto, que esse conceito ainda não foi plenamente incorporado à lógica dos participantes, que tendem a não reconhecer o princípio da paridade¹⁰¹.

Nos planos CD, independentemente da origem da patrocinadora (privada ou estatal), apenas o participante corre o risco de insolvência, pois resume-se ao montante capitalizado na conta do participante. Aqui, o patrocinador sai do risco e, portanto, o único incentivo para a empresa patrocinadora monitorar o gestor do FP seria a preservação do bem estar de seus funcionários (ou seja, conceito associado à política de recursos humanos).

Já o participante, em planos CD, assume integralmente o prejuízo advindo de uma má gestão do FP, ou seja, o risco de insolvência. Se houver desequilíbrio, apenas ele arcará com os custos, tendo em vista que sua poupança será reduzida. Nestes casos, há pleno incentivo para o participante (principal) monitorar as ações do gestor do FP (agente).

No que se refere ao incentivo ao monitoramento das empresas investidas, a par do dever fiduciário definido na relação contratual existente entre os gestores, participantes e patrocinadoras, que, como veremos a seguir, por si só já deveria justificar o devido monitoramento, cabe mencionar o incentivo embutido no contexto regulatório desde 2001.

No Brasil, os investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar estão sujeitos a detalhado regulamento de investimentos (Resolução CMN nº 3.121/03¹⁰²), que define requisitos a serem cumpridos quanto a diretrizes, critérios, limites e vedações, bem como quanto à avaliação e ao controle de riscos relativamente à alocação

¹⁰¹ Vale notar que a referida Emenda Constitucional trouxe consigo a possibilidade de não observância dessa regra, pois facultou “contribuições extraordinárias” não paritárias, ou seja, aportadas apenas pela patrocinadora.

¹⁰² Esta Resolução foi instaurada em 25/09/03 em substituição à Resolução 2.829/01.

dos recursos técnicos das EFPC segundo as várias carteiras e classes de ativos¹⁰³.

A Resolução CMN nº 3.121/03 (artigos 25 e 26) cria limites para aplicação de recursos das EFPC no mercado acionário em geral e incentivos para a aplicação em empresas com boa GC, tendo em vista que estas empresas poderão contar com parcela relativamente maior dos recursos das EFPC aplicados no segmento de renda variável (carteiras de ações em mercado, participações e outros ativos¹⁰⁴). A transcrição parcial do artigo 25 a seguir permite perceber o incentivo dado à adesão aos padrões de governança estipulados nos segmentos especiais de negociação da Bovespa :

¹⁰³ Recentemente, o Conselho Gestor de Previdência Complementar do Ministério de Previdência e Assistência Social – CGPC/MPAS determinou e regulamentou adicionalmente os dispositivos de controle de risco enunciados no regulamento das EFPC, em seu artigo 58. Além disso, nos termos da Resolução CGPC/MPAS nº 07, de 04/12/2003, conferiu aos Conselhos Fiscais maiores poderes no acompanhamento das deliberações dos administradores das EFPC: “Art.7º. O conselho fiscal da entidade fechada de previdência complementar deverá se manifestar, semestralmente, sobre a aderência da gestão dos recursos garantidores dos planos de benefícios às normas em vigor e à política de investimentos, em especial sobre a rentabilidade, custos e controle de riscos, sem prejuízo dos demais aspectos relativos à gestão dos referidos recursos”.

¹⁰⁴ (a) carteira de ações em mercado: as ações, os bônus de subscrição de ações, os recibos de subscrição de ações e os certificados de depósito de ações de companhia aberta adquiridos em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado por entidade credenciada na Comissão de Valores Mobiliários, e as ações subscritas em lançamentos públicos ou em decorrência do exercício do direito de preferência; (b) carteira de participações: as ações e as debêntures de emissão de sociedades de propósito específico constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos, as quotas de fundos de investimento em empresas emergentes e as quotas de fundos de investimento em participações, nos termos da regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no art. 25, inciso III da resolução nº 3121/03; e (c) outros ativos: os certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta, ou de companhia que tenha características semelhantes às companhias abertas brasileiras, com sede no exterior (*Brazilian Depositary Receipts* - BDRs), classificados nos Níveis II e III definidos na regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, cujos programas tenham sido registrados naquela Autarquia; as ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do Mercosul - Mercado Comum do Sul ou os certificados de depósito dessas ações admitidos à negociação em bolsa de valores no País; as debêntures com participação nos lucros que não sejam preponderantemente oriundos de aplicações financeiras, cuja emissão tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários; os certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em bolsa de mercadorias e de futuros.

Artigo 25

II - relativamente aos investimentos incluídos na carteira de ações em mercado:

a) até 50% (cinquenta por cento), no caso de ações de emissão de companhias que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado credenciada na Comissão de Valores Mobiliários, sejam admitidas à negociação em segmento especial por essas mantido nos moldes do Novo Mercado e do Nível 2 da Bovespa;

b) até 45% (quarenta e cinco por cento), no caso de ações de emissão de companhias que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado credenciada na Comissão de Valores Mobiliários, sejam classificadas nos moldes do Nível 1 da Bovespa;

c) até 35% (trinta e cinco por cento), no caso de ações de emissão de companhias que não aquelas referidas nas alíneas "a" e "b";

III - até 20% (vinte por cento), relativamente aos investimentos incluídos na carteira de participações, observada a necessidade de que as sociedades de propósito específico e as empresas emissoras dos ativos integrantes das carteiras dessas sociedades, dos fundos de investimento em empresas emergentes e dos fundos de investimento em participações:

a) prevejam em seus regulamentos, no que couber, o atendimento aos padrões de governança societária definidos para as companhias admitidas à negociação em segmento especial nos moldes do Novo Mercado ou classificadas nos moldes do Nível 2 da Bovespa;

b) formalizem perante a Comissão de Valores Mobiliários compromisso de, no caso de abertura de seu capital, aderirem aos padrões de governança societária definidos por bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado credenciada naquela

Autarquia para negociação em segmento especial nos moldes do Novo Mercado ou classificação nos moldes do Nível 2 da Bovespa; (...)

Conforme pode se depreender da leitura dos artigos acima mencionados, havia grande preocupação do órgão regulador com o papel das EFPC como agentes indutores da boas práticas de GC¹⁰⁵, pois, em se tratando de empresas que adotam boas regras de GC (Novo Mercado e Nível 2 da Bovespa), os limites para aplicação em renda variável são maiores.

Ademais, nos termos da Resolução CMN nº 3.121, os administradores estatutários podem responder civil e criminalmente pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos das EFPC. Ainda com o objetivo de reforçar o dever de diligência dos gestores de FP, cabe mencionar o Decreto 4.942/03, de 30/12/03, que trata do artigo 66 da Lei Complementar - LC 109/01, regulamentando o processo administrativo para apuração de responsabilidade por infração à legislação no âmbito do regime da previdência complementar operado pelas EFPCs (também abrangendo a LC 108/01), estabelecendo, inclusive, a aplicação de penalidades administrativas¹⁰⁶:

O Decreto 4.942/03, em seus artigos 63 a 110, enumera as infrações e penalidades (pecuniárias e sanções administrativas) aplicáveis quanto à inobservância das disposições constantes das LC 108 e 109/01.

Ainda, os investimentos das EFPC devem consistir, adicionalmente, dentre outros normativos, com as instruções da CVM e do Bacen, com a Lei das SA, bem como com as disposições emanadas do direito e das leis que vigoram no País.

¹⁰⁵ Essa preocupação do órgão regulador em incentivar os FP a serem agentes indutores das boas regras de GC, induzindo as empresas investidas a avançarem na direção do NM da Bovespa surgiu em 2001, com a Resolução CMN nº 2.829.

¹⁰⁶ Neste aspecto, interessa ressaltar decisão recente da SPC, que aplicou pela primeira vez penalidade a administradores de FP - a qual se aplicou à totalidade dos membros da diretoria executiva (colegiado) - por entender que estes não observaram processos internos da Fundação ao decidir sobre aplicação de recursos em títulos do governo do estado de Santa Catarina (precatórios). Havia limite de alçada da diretoria, acima do qual o assunto deveria ser submetido à aprovação do Conselho Deliberativo, o que, neste caso, não foi observado.

É, portanto, obrigação dos administradores, tanto pelo dever fiduciário como pelos mecanismos regulatórios existentes, buscar a melhor relação retorno-risco-liquidez para os investimentos, no interesse do atendimento dos compromissos atuais e futuros dos planos de benefícios com seus participantes, ativos e inativos. Para tal, é importante que haja consistência entre retornos e resgates dos ativos com o perfil atuarial dos passivos.

Considerando os requisitos de cultura corporativa, de qualificação profissional e os referentes à tecnologia que estão sendo consistentemente incorporados ao moderno padrão de gestão dos fundos de pensão brasileiros, acredita-se que, estrategicamente, a consolidação das chamadas “boas práticas de governança corporativa”¹⁰⁷ será cada vez mais uma realidade na gestão dos recursos das EFPC.

Assim, visando atender aos requisitos de transparência e de prestação de contas (*accountability*), as fundações vêm, gradativamente, desenvolvendo procedimentos e controles internos que, em associação com um maior profissionalismo de gestão, servirão como importantes instrumentos para gestão integrada de riscos.

Tal está acontecendo quer por exigência da estrutura regulatória implementada em anos recentes, como já discutimos, quer por medidas de auto-regulação adotadas pelas próprias EFPC – associadas essas últimas às crescentes exigências emanadas da responsabilidade fiduciária dos gestores de fundos.

Procedimentos e controles implicam a padronização na tomada de decisões de investimentos em uma EFPC e visam a reduzir ao máximo os riscos e o grau de subjetividade inerentes ao processo de gestão de ativos.

¹⁰⁷ Para maior detalhamento, vide IBGC, Op. Cit. (www.lbgc.org.br). Vale notar que a relação abordada no código do IBGC centra-se, essencialmente, na relação entre acionistas/quotistas (proprietários) e a gestão da empresa (controle). No caso dos FP, essa relação pode ser adaptada para participantes (proprietários) e gestores do fundo (controle).

Desse modo, cria-se um ciclo virtuoso, pois tais medidas também permitem maior grau de monitoramento por parte dos interessados, sejam eles participantes ou patrocinadoras. Ao serem registrados os objetivos e os instrumentos que serão utilizados para atingi-los, fica mais fácil a prestação de contas¹⁰⁸.

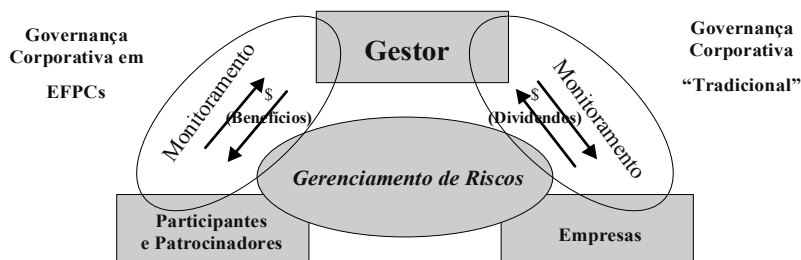
A divulgação das práticas e normas de gestão apresentadas em manuais, procedimentos e instruções serve aos interessados no bom desempenho das EFPC e inclui, além de seus participantes e patrocinadores, os órgãos regulatórios e de fiscalização, o mercado e o público em geral.

Cabe aqui traçar breve paralelo entre a visão de GC mais elaborada na literatura, aqui referida como “governança corporativa tradicional”, e aquela mais especificamente aplicável às EFPC, conforme sintetizado na Figura 1 a seguir.

Tanto a relação entre os gestores das EFPC com os seus participantes/patrocinadoras quanto aquela entre os primeiros e as empresas pertencentes a seus portfólios devem considerar os requisitos básicos das boas regras de governança corporativa, a saber: transparência, equidade e *accountability*.

¹⁰⁸ Incluem-se, por exemplo, no rol dos instrumentos utilizados pelas EFPCs, os contratos de custódia de ativos e de controladoria fiduciária. Esses contratos, a par de mitigarem, principalmente, os riscos operacionais das EFPCs, permitem também, de certa forma, dividir responsabilidades. É claro que há responsabilidades (civis, administrativas e criminais) indelegáveis, como aquelas dos administradores das EFPCs perante a lei e as instâncias de regulação e de fiscalização. No entanto, ao serem estabelecidas relações contratuais em que terceiros também serão responsabilizados pecuniariamente por perdas advindas da não-observância de critérios previamente definidos, a probabilidade de ocorrência desses eventos é bastante reduzida. Os “administradores contratados” têm todo incentivo para mitigar a ocorrência dos “riscos controláveis”, ou seja, aqueles que eles se comprometeram contratualmente a evitar. Cf. Mellon Brascan (2002).

Figura 1 – Gerenciamento de Riscos e Governança



Fonte: Lustosa, E. VII Encontro Nacional de Gestão de Riscos. São Paulo (SP). 04/06/2003.

De um lado, as EFPC são importantes investidores institucionais e, como tais, têm uma parcela de seus ativos aplicada no mercado acionário. A rentabilidade desses ativos depende, dentre outros fatores, do montante de dividendos pagos pelas empresas, o que, por sua vez, está atrelado à forma pela qual os resultados da companhia são distribuídos entre as partes interessadas (*stakeholders*).

Assim, a responsabilidade fiduciária dos administradores de recursos das EFPC deveria induzi-los a monitorar a gestão das empresas em seus portfólios, de forma a evitar o uso indevido de recursos em prol de um grupo específico de interessados e, conseqüentemente, em detrimento dos interesses da entidade. A adoção de melhores práticas de governança corporativa tende a melhorar o resultado da empresa como um todo, beneficiando, em particular, os acionistas minoritários, como é, em geral, o caso das EFPC.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Vale reiterar que, de acordo com a Resolução 3.121/03, as EFPCs não podem adquirir mais do que 20% de participação acionária em uma empresa. É interessante notar que, ao definir limites máximos de participação dos FP em empresas o regulador buscou incentivar diversificação de seus portfólios, evitando que os FP (até mesmo por pressão política, em alguns casos) assumissem risco excessivo em uma única empresa. Para financiar via dívida (com restrição legal de até 25% de uma mesma série de debênture) ou *equity*, seria necessário coordenar com outros agentes para financiar 100% a empresa. Apesar de aparentar excessiva interferência na gestão do portfólio dos FP, essa regra é interessante, pois ajuda o gestor (muitas vezes sujeito aos interesses da empresa patrocinadora ou a interferências políticas). Tendo em vista diversas situações nas quais os FP foram instrumentos para viabilizar solução para empresas em dificuldade financeira, essa regra parece fazer sentido.

Cabe observar que, no caso brasileiro, diferentemente do mercado americano, o controle das empresas é bastante concentrado¹¹⁰. Assim, a capacidade de monitoramento por parte dos fundos de pensão – importantes investidores no mercado acionário – é bastante elevada, podendo exigir dos administradores a adoção de boas práticas de GC e, dessa forma, aumentar a rentabilidade de sua carteira. Vale notar que, mesmo não participando do bloco de controle, ao deterem parcela significativa do capital da empresa investida, os FP podem indicar representantes para os conselhos fiscal e de administração das empresas e, dessa forma, garantir o adequado monitoramento.

Por outro lado, o conceito de governança corporativa “tradicional” anteriormente abordado pode ser expandido para a relação entre os gestores das EFPC e seus participantes/patrocinadores, na qual os últimos são aqueles que têm a prerrogativa de monitorar os primeiros, de forma a garantir que os investimentos das EFPC sejam utilizados corretamente e, portanto, que os benefícios sejam pagos adequadamente.¹¹¹

Nesse caso, o monitoramento se dá, essencialmente, por intermédio dos membros indicados pelos participantes e patrocinadoras para os conselhos deliberativo e fiscal, mas, dependendo do grau de transparência e *accountability* da entidade, pode ser feito por qualquer participante que se disponha a acompanhar as informações disponibilizadas.

¹¹⁰ Especialmente após o início do programa de privatizações nos anos 1990, as EFPCs passaram a compartilhar o controle de empresas e aumentaram significativamente a capacidade de indicar representantes em Conselhos de Administração e Fiscal das empresas em que têm participação. Hoje, as três maiores EFPCs no Brasil têm a prerrogativa de indicar pelo menos um membro para conselhos de empresas abertas que, juntas, representam quase 90% do volume negociado na Bovespa.

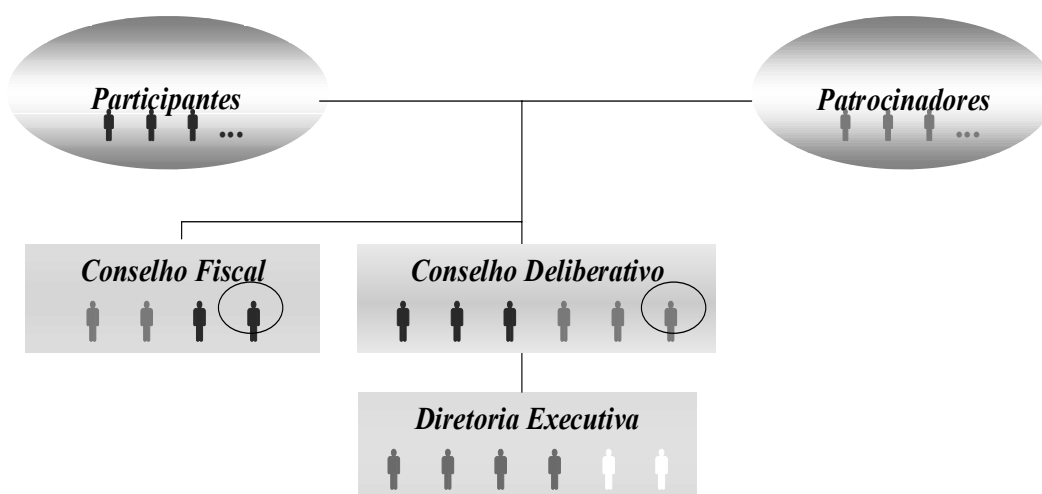
¹¹¹ “[...] the governance of these plans consists of all the relationships between the different entities and persons involved in the functioning of the pension plan. Governance also provides the structure through which the objectives of a pension plan are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance. It is the mirror image of the corporate governance of a public limited company, which consists of the set of relationships between the company’s management, board, shareholders, and other stakeholders [...]”. Cf. Yermo, J. e Marossy, A. (2002).

A combinação desses dois tipos de relação presentes em uma EFPC pode ser vista como um sistema de pesos e contrapesos (*checks and balances*): quanto maior o grau de compromisso (relação fiduciária, definida endogenamente) dos gestores de fundos de pensão com seus participantes e patrocinadores, mais incentivos à adoção de mecanismos de boa governança interna.

Cria-se, portanto, um ciclo virtuoso, no qual transparência e prestação de contas permitem maior monitoramento e, conseqüentemente, reduzem os chamados riscos operacionais, melhorando significativamente a qualidade da gestão dos recursos.

No caso específico das EFPC instituídas por patrocinadoras estatais, a designação dos administradores (conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva) pela representação paritária (com voto de desempate dos presidentes dos conselhos)¹¹² de participantes e de patrocinadores impõe maior responsabilidade a esses últimos e aos gestores e estabelece uma estrutura de governança que confere maiores poderes de fiscalização aos primeiros, nos termos estabelecidos pela Lei Complementar nº 108/01. A Figura 2 a seguir ilustra esse ponto.

Figura 2. Governança e estrutura organizacional



¹¹² Os representantes de patrocinadores e participantes exercem as presidências dos Conselhos Deliberativo e Fiscal, respectivamente. Assim, o voto de qualidade, ou minerva, cabe às patrocinadoras no Conselho Deliberativo e aos participantes no Conselho Fiscal.

O conselho deliberativo – CD é responsável pela definição da política geral de administração das EFPC e de seus planos de benefícios. Cabe ao CD, dentre outras funções, deliberar sobre programas e planos plurianuais e estratégicos, planejamento e gestão de investimentos, nomeação e destituição de membros da diretoria executiva – DE e aprovação de suas contas. O presidente do Conselho, a quem cabe voto de qualidade em caso empate, é indicado pela patrocinadora, ou seja: em última instância, cabe à patrocinadora definir a estratégia e monitorar a DE na sua implementação.

Ao conselho fiscal – CF, órgão de controle interno, compete examinar e emitir pareceres sobre as demonstrações contábeis das EFPC, bem como requisitar à DE a realização de inspeções e auditagens. O presidente do CF, que também tem a prerrogativa de voto de minerva, é indicado pelos participantes.

De forma a fortalecer sua autonomia, os membros do CD têm mandato fixo de quatro anos e só podem ser destituídos em casos especiais, a exemplo de renúncia e condenação judicial. Os membros efetivos e seus substitutos devem ter experiência comprovada nas áreas financeira, administrativa, jurídica, contábil ou de auditoria.

Investidos de mandato para o exercício da responsabilidade fiduciária que lhes foi delegada nos termos da lei e dos estatutos dos fundos de pensão, cabe aos administradores com funções executivas formular, implementar e operar as estruturas de gestão necessárias para mitigar o risco operacional e os demais riscos que possam impactar a consecução do equilíbrio atuarial.

Na seção a seguir trataremos mais especificamente mecanismos de governança indutores de maior *commitment* por parte dos gestores dos FP. Tomando como base a experiência do FP dos funcionários da Petrobras – Petros, serão apresentados mecanismos de auto-regulação que incentivam a boa GC interna.

2.4

Instrumentos de GC em Fundos de Pensão: o caso Petros

Esta seção tratará de duas abordagens envolvendo GC e Fundos de Pensão. A análise desenvolvida na seção inicial deste capítulo concentrou-se na atuação do FP como importante investidor institucional capaz de, via monitoramento ativo, incentivar as boas práticas de GC e evitar expropriação nas empresas em que participa. Este mecanismo, também chamado de ativismo, será nesta seção tratado como “GC tradicional”.

Nesse caso, no contexto da teoria da agência, considera-se a fundação como principal e os gestores/controladores das empresas como agentes, e o objetivo do ativismo é o benefício em termos de maiores dividendos e/ou valoração do ativo no portfólio do FP.

Raciocínio semelhante pode ser desenvolvido considerando o FP como agente e o conjunto de participantes como principal. Nesta segunda abordagem, a definição de procedimentos e parâmetros, atribuindo responsabilidades ao longo do processo decisório¹¹³, aumenta a transparência e a *accountability* por parte do gestor do FP (agente) na gestão de recursos de terceiros, o que facilita monitoramento pelos participantes (considerados, em conjunto, como principal), evitando expropriação e, conseqüentemente, aumentando o benefício a ser auferido pelos participantes.

Esta segunda situação (aqui referida como “GC interna”) também pode ser considerada como importante incentivo à primeira (“GC tradicional”), i.e.: maior transparência e *accountability* na relação entre o gestor do FP e seus participantes deve reforçar a percepção por parte do primeiro em relação à sua responsabilidade fiduciária para com os últimos e, dessa forma, incentivar o ativismo dos FP.

¹¹³ Vale lembrar que essa lógica de definição de processos e responsabilização ao longo da cadeia decisória como forma de mitigar riscos corporativos é o cerne da Lei Sarbanes-Oxley, conforme visto na seção 2.2, editada em 30/06/2002 nos EUA, como forma de resposta do regulador aos escândalos corporativos recentes.

Como visto na seção anterior, amplo conjunto de medidas foi implementado desde o início desta década visando aumentar a responsabilidade as penas aplicáveis aos gestores de fundos de pensão. Vale notar, todavia, que a regulação não deve impor constrangimentos e penalidades excessivas ao gestor, pois pode comprometer o interesse dos executivos a aceitarem cargos nessas entidades. O que se propõem nesta seção, no entanto, diz respeito a regras voluntárias (auto-regulação) que visam explicitar as responsabilidades ao longo da cadeia decisória.

É algo parecido com o que propõe a Sarbox: os executivos devem ser capazes de atestar que os procedimentos são adequados para gerenciar os riscos nas empresas e assumir a responsabilidade por isso. No caso dos FP, o principal risco a ser mitigado é o operacional, tendo em vista que, no passado, essas entidades apresentaram longo *track record* de operações, no mínimo, não muito ortodoxas.

Como pode ser observado na seção anterior, o monitoramento permite aumentar o valor das empresas investidas e, conseqüentemente, aumenta o valor dos ativos do FP. Assim, se o gestor do FP não monitora os ativos em seu portfólio, certamente não estará cumprindo com sua responsabilidade fiduciária perante os participantes.

No contexto da abordagem “GC tradicional”, ênfase especial é dada à capacidade técnica da equipe responsável pelo monitoramento no FP. Além da vontade de ser ativista, o sucesso dessa estratégia dependerá de sua qualidade, ou seja: a equipe do FP responsável pelo monitoramento que fará interface com a empresa precisa ter conhecimentos técnicos e, principalmente estar alerta em relação a situações com forte potencial de expropriação nas empresas investidas.

Com o intuito de mitigar esse risco, o fundo de pensão dos funcionários da Petrobras - Petros desenvolveu o “Manual de GC da Petros”, que sistematiza e detalha as situações que carecem de especial atenção e monitoramento, seja por parte dos técnicos da fundação, seja pelos conselheiros que ela indica nos Conselhos de Administração e/ou Fiscal das empresas investidas.

Já no contexto da chamada “GC interna”, a Petros desenvolveu conjunto de medidas, sistematizadas no aqui referido como “Manual de Investimentos da Petros”. Tais medidas buscam lidar com dois tipos de relação principal-agente. De um lado, considera-se o gestor do FP como agente e busca-se garantir máxima transparência e accountability deste em relação aos participantes (principais). De outro lado, procura-se alinhar interesses entre o principal (FP) e seus agentes (prestadores de serviços) e mitigar o risco de expropriação na execução desses serviços.

Vale observar que, no intuito de atribuir responsabilidades aos técnicos envolvidos nas questões aqui tratadas e, dessa forma, comprometer a equipe técnica com esses objetivos, o Fundo de Pensão elaborou detalhado “Código de Conduta e Ética da Petros – Regulamento de Conduta e Ética na Área de Investimentos”, que contemplou: (i) definição dos princípios de conduta e ética da instituição; (ii) regras básicas sobre conflitos de interesse, conduta nos negócios e operações da Fundação; e (iii) responsabilidades/sanções bem definidas.

Trataremos, inicialmente, deste conjunto de instrumentos da chamada “GC Interna”, passando na seqüência à exemplificação de dispositivos de “GC tradicional”.

No intuito de melhor avaliar a *rationale* do mecanismo de “GC interna”, a seguir serão analisados alguns desses processos e incentivos contratuais, tais como parâmetros de seleção e remuneração de gestores (agentes) contratados para administrar os recursos do FP aplicados em fundos de renda variável e de *private equity* e para contratação de serviços de custódia e controladoria.

“GC Interna”- Manual de Investimentos da Petros

Este conjunto de regras busca lidar com dois tipos de relação principal-agente: (a) considerando o FP como agente dos participantes (principais), busca-se reduzir o grau de subjetividade no processo de tomada de decisão dos investimentos e aumentar a transparência e a *accountability* dos gestores; e (b) considerando o FP como principal em

relação a seus prestadores de serviços (agentes), busca-se alinhar interesses e aumentar a accountability dos agentes. Em ambos os casos, procurou-se definir critérios objetivos, de forma a permitir identificação de responsabilidades, transparência e prestação de contas nessas relações.

Abordaremos, a título ilustrativo, três campos de aplicação referentes aos instrumentos de “GC interna”, envolvendo, na ordem, a contratação e acompanhamento de gestores externos (*small caps*); a aplicação de recursos em fundos de *private equity/venture capital*; e o acompanhamento e controle dos investimentos.

Vale notar que, antes da escolha do gestor (prestador de serviços para o FP), ênfase é dada à relação de agência entre o gestor do FP (agente) e seus participantes (principais)¹¹⁴ e à redução de assimetria de entre o FP (neste caso, como principal) e os prestadores de serviços (agentes)¹¹⁵. Já as regras que se aplicarão após a escolha do gestor, previstas no estatuto do fundo, buscam evitar o risco moral via alinhamento de interesses ao longo da relação do gestor (agente) com o FP (principal). Neste intuito, cabe notar que, na definição das regras para remuneração dos gestores apresentadas a seguir, buscou-se privilegiar o critério baseado em *performance* em detrimento da taxa fixa, tornando o gestor (agente) *residual claimant*¹¹⁶. No caso da escolha do gestor de *private equity*, este requisito foi reforçado pela obrigatoriedade de o gestor aportar recursos próprios no fundo.

¹¹⁴ Note-se que, ao definir critérios objetivos para a escolha de prestadores de serviços, evita-se excessos nos preços pagos ou baixa qualidade técnica, que podem, dentre outros, estar associados a relação de amizade entre o gestor do FP e o prestador de serviço, como pode ser observado em qualquer relação de agência.

¹¹⁵ Na relação entre o gestor do FP e os prestadores de serviços, busca-se mitigar o risco de seleção adversa, ou seja, informação oculta.

¹¹⁶ Para uma ilustração do conceito de *residual claimant* aplicado para a relação entre empresa e empregados, vide Tirole (1997, p. 45).

Requisitos para seleção de gestores e acompanhamento de fundos *small caps*

No intuito de avaliar não apenas a qualidade do gestor e de sua equipe, mas também sua consistência, foi constituída uma comissão composta por técnicos da fundação, a qual tinha como atribuição definir e atribuir nota aos seguintes critérios: (i) performance histórica dos fundos *small caps* administrados pelos gestores (*track record*); (ii) processo decisório da área de renda variável dos gestores e de estruturação de portfólios *small caps*; (iii) metodologia de avaliação de setores e empresas; (iv) qualificação da equipe de renda variável e dos gestores em pesquisa quantitativa e controle de risco; e, por fim, (v) competitividade das taxas de administração e performance oferecidas para administração dos fundos.

Observe-se que as regras de (i) a (iv) visam mensurar a qualidade do gestor e apenas a regra (v) reflete o custo do serviço. De forma a aumentar a comparabilidade entre as propostas apresentadas, deixou-se a questão de preço para uma segunda etapa, após escolhido o subconjunto de gestores capacitados para prestar o serviço e as regras do estatuto do fundo, que foram bem detalhadas de forma a delimitar o escopo de atuação do gestor ao intervalo risco considerado pelo FP. Vale notar que houve uma proposta de remuneração bem abaixo das demais, mas esta foi considerada não condizente com os serviços prestados, podendo afetar a qualidade do serviço *a posteriori*.

Uma vez escolhido o gestor com base nas regras acima definidas, o monitoramento da relação entre o FP (principal) e o gestor (agente) deve se dar da seguinte forma:

- a) análise da composição da carteira dos fundos, solicitando avaliações econômico-financeiras de cada ativo que compõe as carteiras dos fundos, assim como novas aquisições;
- b) relatório mensal, contendo toda a movimentação de compra e venda realizada pelos gestores, destacando os principais fatores impactantes na

performance mensal dos fundos, assim como justificativa para eventuais movimentações fora das normas definidas no regulamento do fundo;

c) reuniões trimestrais do FP com os gestores para acompanhar o processo decisório e a qualidade da equipe de análise dos gestores, bem como para discutir a *performance* dos fundos;

Requisitos para aplicação em fundos de *private equity/venture Capital*

A decisão de investir em ativos com esse perfil deveria se dar com base na composição dos seguintes requisitos, a serem avaliados por comitê composto por representantes de diversas áreas da diretoria de investimentos:

- a) termos e condições da proposta do gestor;
- b) coerência da proposta, que corresponde à confrontação da estratégia do gestor face à expectativa de retorno condizente com investimento em *private equity* e *venture capital*;
- c) processo de investimento em ativos-alvo do fundo apresentado pelo gestor;
- d) metodologia de análise de investimentos-alvo (*valuation*) usada pelo gestor, de instrumentos e da estrutura de monitoramento dos ativos que pertencem à carteira do fundo;
- e) qualidade da equipe responsável pela seleção e gestão dos investimentos;
- f) histórico de rentabilidade de outros fundos desta natureza administrados pelo gestor;
- g) identificação pormenorizada dos riscos, tais como setoriais, regulatórios e corporativos, assim como definição do processo para mitigá-los, se houver;
- h) verificação de alternativas e estratégias de desinvestimento realistas, histórico do gestor em processos de desinvestimento em fundos *private*

equity e *venture capital*, contatos do patrocinador/gestor e alternativas ao insucesso na fase de desinvestimento;

i) certificação do conhecimento de regulamentação de setores específicos, como

telecomunicações, energia, saneamento, transportes, tecnologia, saúde e educação, assim como legislações ambientais e trabalhista do gestor proponente;

j) avaliação da competitividade e pertinência das taxas de administração, performance, viabilização em relação ao mercado e parâmetros internos da Petros.

As regras acima mencionadas, além de reduzirem a subjetividade do processo de escolha do fundo (e, portanto, do gestor), buscaram atenuar a assimetria de informação entre o FP e os gestores. Agora, no intuito de alinhar interesses entre gestor e FP, buscou-se definir previamente incentivos contratuais, chamados de “requisitos de governança”, entre os quais deverão estar incluídos no regulamento:

- verificação do comprometimento do gestor em aportar recursos no fundo como quotista e o envio do estatuto ou contrato social do gestor para confirmação da pessoa jurídica responsável pelo aporte¹¹⁷;
- quorum qualificado em assembléia geral de quotistas para votação de assuntos envolvendo conflito de interesses, sobretudo decisão de investimentos;
- proibição de voto para o membro do comitê de investimentos, em caso de conflito de interesses em investimento e/ou desinvestimento no fundo;
- descrição da política de investimentos pormenorizada do fundo;
- constituição de comitê de investimento, com menção de suas atribuições, composto de forma que os membros do comitê

¹¹⁷ Como mencionado anteriormente, buscou-se tornar o gestor (agente) um *residual claimant*.

eleitos pelos quotistas detenham votos para decisão de investimento;

- obrigação de o administrador do fundo enviar, a cada membro do comitê de investimentos, para análise, relatórios contendo estudos e avaliações com relação às propostas de investimentos ou desinvestimentos do fundo, com detalhamento do seu conteúdo e prazo para recebimento estipulados no regulamento;

Requisitos de Acompanhamento e Controle

No intuito de homogeneizar a metodologia de precificação dos ativos da fundação e garantir a idoneidade das informações por um agente externo, contratou-se agente custodiante único (custódia centralizada).

Assim como nos processos anteriormente relatados, antes da escolha do prestador de serviço, concentrou-se na relação de agência entre o FP (agente) e os participantes (principais). Visando conferir máxima transparência ao processo de escolha desse agente e atribuir maior objetividade ao processo, a escolha obedeceu a procedimento previamente aprovado pela Diretoria Executiva do Fundo de Pensão, com critérios de avaliação e escolha dentre os candidatos bem definidos, a saber: análise de risco das instituições, volume de recursos custodiados, abrangência dos escopos das propostas, automação/tecnologia nos processos, relacionamento da instituição com a Petros (outros serviços prestados), e custo do serviço.

Com o objetivo de mitigar os riscos operacionais, foi criada, internamente, área de Compliance. Para tal, foram realizados diversos trabalhos relativos ao acompanhamento e monitoramento do risco operacional, considerando: revisão de todos os processos da Petros; mapeamento dos riscos; definição e aperfeiçoamento dos controles; monitoramento diário dos indicadores de riscos; acompanhamento da

legislação e seus impactos nas operações da Petros; reporte periódico ao Presidente.

Feito isso, buscou-se “blindar” o processo de operações diárias da fundação e garantir máxima aderência aos padrões de excelência de gestão de ativos, contratou-se instituição externa e independente para exercer o papel de “controladoria fiduciária”. A instituição contratada teria a responsabilidade de monitorar e validar todas as operações tendo, inclusive, a prerrogativa de não liquidar operações em desacordo com a legislação vigente e regulamentos internos.

No intuito de permitir máximo envolvimento e comprometimento em todas as instâncias decisórias do FP, assim como aumentar a transparência e a *accountability* do gestor (agente) em relação aos participantes (principais) aos órgãos estatutários responsáveis pelo monitoramento da gestão (Conselhos Deliberativo e Fiscal), foram definidos critérios que deveriam ser seguidos pelo gestor e pela fundação, sob pena de pesadas multas contratuais. A título ilustrativo, pode-se citar os seguintes:

- a) obrigatoriedade de informar operações eventualmente recusadas pelo administrador fiduciário, o que poderia ocorrer por inadequação à legislação, ao regulamento do fundo/carteira, à Política de Investimentos ou ao Manual de Precificação;
- b) autorização formal por parte do técnico (ou diretor) responsável pela decisão de avançar em operações recusadas pelo administrador fiduciário, ou seja, buscou-se alguma flexibilização em relação aos procedimentos adotados, mantendo-se a assunção de responsabilidade¹¹⁸;

¹¹⁸ Vale notar que, ao analisar as operações provisionadas no balanço da Petros, e as respectivas documentações que embasaram os diversos processos de aprovação, não foi incomum observar casos em que as decisões de investimento envolveram elevado grau de subjetividade e foram tomadas sem que houvesse qualquer comprometimento formal dos técnicos envolvidos. Nesses casos, portanto, não há como se cobrar qualquer responsabilidade por eventual falta de diligência.

- c) avaliação da adequação precificação das operações à luz de “Manual de Precificação”, para se evitar compra de ativos “fora da curva”¹¹⁹.

A seguir serão apresentados critérios internos para a seleção e acompanhamento dos investimentos, sempre buscando padronizar o processo decisório e facilitar o monitoramento da gestão, seja pelos Conselhos Deliberativo e Fiscal, seja pelos participantes em geral.

Critérios para seleção de corretoras - *discount brokers, research brokers*

Objetivo: reduzir a subjetividade do processo de escolha e atenuar problema de seleção adversa dos FP em relação às corretoras.

1) critérios eliminatórios: (i) possuir sistema de gravação; (ii) volume total de negócios da corretora maior que 40,0% do volume total do Bovespa; e (iii) adequação às taxas de corretagem estabelecidas pela Fundação;

2) critérios classificatórios: (i) qualidade no atendimento; (ii) agilidade na execução das ordens; e (iii) rapidez e precisão na transmissão das informações;

3) critérios de desempate: (i) certificado de qualidade; e (ii) qualidade do *research*.

¹¹⁹ A esse respeito, cabe mencionar comentário de ex-presidente da CVM, segundo o qual chamava a atenção a “falta de sorte” de determinado gestor de FP, tendo em vista que, mais de uma vez deparou-se com operação realizada fora da curva, cuja ponta perdedora tinha o mesmo FP.

Crêterios para aplica o e resgate de recursos nos fundos de renda fixa (FIFs)

Objetivo: aumentar a comparabilidade entre gestores de uma mesma classe e evitar *yardstick competition*¹²⁰.

De acordo com o perfil dos fundos (moderado ou conservador), foram definidos critérios para aplica o e resgate nos fundos de renda fixa, sendo que, aqueles com performance (considerando risco e retorno) sistematicamente superior em rela o aos demais receberiam relativamente maior volume de recursos.

Os critérios, revistos periodicamente, de acordo com a conjuntura econômica, contemplavam: (i) VaR diário (relativamente menor para os fundos conservadores); (ii) Meta de rentabilidade mensal (X% do CDI, relativamente menor para os fundos conservadores); (iii) risco de crédito (permitido apenas nos fundos moderados e desde que previamente autorizados pelo FP); (v) taxa de *performance* (apenas nos fundos conservadores, que não têm risco de crédito).

¹²⁰ No contexto de *yardstick competition*, a performance individual do agente, mesmo que verificável,   apenas parcialmente fun o de seu esforço. Os principais possuem uma dada rela o de preferência entre rentabilidade e risco, mas há forte assimetria na capacidade desses agentes observarem essas variáveis: muito conseguem observar da variável rentabilidade e pouco da variável risco. Assim, quando olham para outros fundos com gestores mais agressivos (maior volatilidade/risco e retorno) comparam as rentabilidades relativas e julgam seus gestores a partir apenas dessa variável. Tendo em vista as diferenças de observabilidade, os principais passam a pressionar, paradoxalmente, seus agentes (gestores) no sentido de maior risco (pontos mais arriscados da curva verdadeira rentabilidade/risco) e acham que a curva está sendo deslocada (mesmo risco e rentabilidade maior). Ou seja, por possuir apenas parte da informa o, o gestor do FP (principal) poderia estar fazendo *yardstick competition*. Ao se comparar gestores com mesmo perfil de risco, o FP não será induzido a acreditar que o gestor (agente) está sendo incompetente por apresentar menor rentabilidade, mas sim precavido. Cf. Tirole. Op. Cit., p. 41.

Requisitos para mitigação de riscos da qualidade das informações em investimentos de baixa liquidez

Objetivo: mitigar erros de precificação pela redução da assimetria de informação. Evitar risco de seleção adversa (por informação oculta).

- a) relatórios baseados apenas em informações confiáveis e consistentes;
- b) premissas macroeconômicas comuns a todas as análises, no intuito de garantir comparabilidade entre as diversas alternativas de investimento;
- c) obrigatoriedade, nos relatórios técnicos, de explicitar a fonte de informações com o objetivo de mitigar riscos com informações não confiáveis; utilização de fontes oficiais e/ou geradoras das informações;
- d) confirmação, por meio de correio eletrônico ou fax, de informações obtidas verbalmente.

Critérios de *Rating* para Aquisição de Novos Investimentos Mobiliários, Mobiliários de Base Imobiliária ou Projetos

Objetivo: mitigar erros de precificação pela redução de assimetria de informação. Evitar risco de seleção adversa (por informação oculta).

- 1) As classificações de *rating*:
 - Baixo Risco: investimentos que atendam aos principais critérios de avaliação de risco, garantindo um bom retorno esperado, conforme a visão do analista - recomendado sem ressalvas;

- Médio Risco: investimentos que ofereçam um maior grau de risco, atendendo apenas em parte aos critérios de avaliação, mas que, devido ao alto grau de retorno esperado, configuram boa oportunidade de investimento - recomendado com ressalvas;
 - Alto Risco: investimentos não recomendáveis
- 2) A avaliação da qualidade de risco deve seguir metodologia padrão na qual, necessariamente, devem ser contemplados os seguintes aspectos: (i) características da indústria; (ii) risco financeiro; (iii) qualidade das informações; (iv) planejamento operacional e orçamentário; (v) indicadores financeiros, inclusive grau de alavancagem, adequação do fluxo de caixa e flexibilidade financeira; e (vi) riscos regulatório; societário e jurídico; de garantias; de avaliação de imóveis; de *completion*; *performance*.

Acordos de Acionistas - Requisitos complementares aos estabelecidos para os contratos

Objetivo: mitigação de risco moral (ação oculta) relacionado a possíveis assimetrias de informação nas relações entre os participantes do bloco de controle

Para evitar risco moral, definiu-se conjunto de regras contratuais a serem acordadas antes de aplicar recursos na empresa. Tais regras visam a conferir maior capacidade de monitoramento das empresas investidas, de forma a compensar falhas regulatórias, conforme comentado na seção 2.2.

- Definição de quórum qualificado para determinados assuntos e deliberações de atribuição da Assembléia Geral, especialmente quando houver conflito de interesses;
- Estabelecimento de cláusula de saída, *tag along* (direito de o acionista minoritário vender suas ações juntamente com as ações integrantes do bloco de controle da companhia, recebendo o mesmo valor pago ao controlador), e, se for o caso, *drag along* (direito de um acionista obrigar os demais a venderem suas ações vinculadas em acordos de acionistas) e direito de veto,

“GC Tradicional”- Manual de GC da Petros

- Objetivos: (a) compilação e codificação do conhecimento adquirido no monitoramento diário dos investimentos; (b) enumeração de pontos críticos do trabalho desempenhado pelos representantes internos e externos da Petros; e (c) instrumento que pretende facilitar o trabalho destes profissionais estabelecendo *check list*, de forma a reduzir riscos e racionalizar o processo de monitoramento dos investimentos da Fundação.
- Público-Alvo: Conselheiros de Administração e Fiscal, Representantes em Assembléias de Condomínio, Representantes em Fundos de Investimentos Imobiliários, Representantes em Comitês de Fundos de Investimentos em Renda Variável, Analistas de Investimentos da Petros;

• **Exemplos de Instrumentos de Gestão¹²¹:**

Conselheiros de Administração - o representante do FP no conselho deve, dentre outras considerações, buscar incentivar a empresa a:

- implantar Regimento Interno, considerando cláusulas em modelos previamente definidos;
- adotar as boas regras de GC, considerando, dentre outros, Cartilha da CVM, regras do Novo Mercado e Manual do IBGC;
- adotar investimentos socialmente responsáveis (ISR), não com objetivo filantrópico, mas de garantir a sustentabilidade da empresa investida no médio e longo prazos¹²²;
- implantar Auditoria Interna;
- estabelecer processo formal de avaliação de Conselheiros no âmbito do próprio CA;
- incluir todos os incentivos acima mencionados no Estatuto Social;
- identificar passivos potenciais da companhia e sugerir ações preventivas;
- Implantar Comitê de Auditoria;
- adotar política de fomento à liquidez das ações da companhia;

¹²¹ Diversas regras aqui apresentadas foram compiladas de documentos que tratam de boas práticas de GC (cartilha da CVM, Código do IBGC, Regras do NM, ...).

¹²² Aqui coloca-se a discussão da relação entre FP e Estado. O FP tem que ser maximizador de uma função objetivo que tem requisitos legais e fiduciários de rentabilidade, risco, solvência e liquidez. Essa é uma confusão que muitos gestores de FP cometem. Investir fora da fronteira eficiente é subótimo para os participantes, a menos que lhes seja facultado escolher, ou seja, que suas funções de utilidade contemplem *drivers* sociais de valor; e também para os patrocinadores (e seus acionistas). Do ponto de vista da racionalidade privada dos FP, é melhor maximizar retornos e reduzir risco de aumento de contribuições de patrocinadoras e participantes. Esses últimos poderão gastar mais no futuro, com a poupança que acumularem (gerando mais empregos, por exemplo). Na perspectiva da eficiência alocativa para a sociedade, os patrocinadores, por exemplo, se forem estatais, terão mais recursos a retornar ao Tesouro (na forma de mais dividendos e menos aportes nos FP) e o Governo poderá, portanto, fazer maior gasto social com recursos que serão, então, públicos. A respeito do princípio de GC referente à responsabilidade corporativa, vide IBGC, Op. Cit p.10.

- Aderir ao Novo Mercado;
- coibir contratos de mútuo de controladores com a empresa, com vedação, de preferência, em Estatuto Social;
- fiscalizar a gestão da Diretoria, comparando os resultados da empresa vis-à-vis o plano de negócios e a execução de orçamentos (orçado x real);

Eventos societários específicos - Fusões, Cisões, Aquisições e Incorporações, especialmente quando envolver partes relacionadas:

- Fiscalização da contratação do avaliador independente (para evitar conflito de interesses);
- Consistência da avaliação independente:
 - variáveis do modelo de projeção (custo de capital, benefício fiscal, cálculo de perpetuidade, crescimento de vendas físicas, preços de matérias-primas e dos principais produtos vendidos, premissas macro, capex, ágio de prêmio de controle);
 - consistência entre as premissas da avaliação da empresa adquirente e daquela a ser adquirida;
- Aumento de dívida / capital;
- Diluições de acionistas, adequação de preço de subscrições, coerência do plano de negócios que justifique o aumento.

Tendo em mente o arcabouço teórico discutido nas seções anteriores, conclui-se, sinteticamente, que Manual de GC da Petros objetiva sistematizar, pela conjugação de instrumentos de gestão nos órgãos da administração das empresas investidas, o incentivo à adoção de práticas corporativas mitigadoras do problema de agência enfrentado por grande minoritário participante de blocos de controle.

A maximização de valor para este acionista estará associada, portanto, ao ativismo referente à “GC tradicional”, calcado no

entendimento do dual principal-agente, incentivado pelo mecanismo de “GC interna” também discutido nesta seção.

Ambas as perspectivas de GC estarão sujeitas, por outro lado, a incentivos regulatórios, na forma de dispositivos normativos específicos da previdência complementar (no caso da GC em Fundos de Pensão) e do mercado financeiro e de capitais (GC Tradicional).

A captação de valor do ativismo pelos patrocinadores e participantes de FP será, portanto, a resultante da interação e alinhamento desses vetores visando à redução de assimetrias de informação (e, conseqüentemente, de risco de seleção adversa e de risco moral). Tal implica a mitigação de potenciais benefícios privados de controle destruidores de valor, visando à otimização da função-objetivo precípua do FP (minimização dos riscos de solvência e de liquidez intertemporais).

2.5

Fundos de Pensão, Privatizações e Participações Minoritárias

As conhecidas restrições fiscais e de endividamento do setor público do Brasil, ao longo dos anos 80 e início da década de 90, resultaram na deterioração da capacidade de financiamento público de investimentos nas áreas de infra-estrutura econômica e de bens de produção.

A escassez de recursos governamentais colocou em compasso de espera os grandes blocos de investimento planejados no II PND no âmbito do então denominado *setor produtivo estatal* (i.e. siderurgia, petroquímica, mineração, aeronáutica) e na provisão de infra-estrutura econômica (i.e. rodovias, ferrovias, telecomunicações, energia elétrica e saneamento).

Tais restrições demandaram o desenho de uma nova moldura institucional e regulatória associada à provisão de serviços de utilidade pública bem como à estrutura de propriedade de empresas até então

controladas pelo Estado, nos moldes do padrão de acumulação à época vigente, conforme discutimos em seções anteriores deste capítulo.

Nesse contexto, tornaram-se necessários novos balizadores para os papéis dos setores público e privado no financiamento e oferta desses bens e serviços à sociedade.

As mudanças regulatórias foram implementadas com foco na restauração do ambiente econômico e legal de forma a tornar viável a retomada dos investimentos adiados, com base em mecanismos de mercado (nos aspectos de financiamento e de produção), segundo novas estruturas de capital.

Essa nova perspectiva possibilitou a concepção de diretrizes para a retomada dos investimentos segundo modelo de financiamento marcadamente privado, inclusive com o forte concurso de capitais internacionais, sob a forma de investimento direto e de portfólio, o que demandou a introdução de mudanças significativas no arcabouço regulatório (Programa Nacional de Desestatização - PND, Lei de Concessões, nova regulamentação dos setores de telecomunicações, energia elétrica e petróleo).

A Lei nº 8.031, de março de 1991, que instituiu o PND, substituída pela Lei nº 9.491, de setembro de 1997 e posteriormente regulada pelo Decreto nº 2.594, de maio de 1998, acrescida da Lei de Concessões (Lei nº 8.987, de fevereiro de 1995) são os principais marcos do processo de reformas implementadas no arcabouço regulatório.

A esse novo aparato pode-se atribuir a recuperação dos investimentos nos segmentos supramencionados, baseada em racionalidade de financiamento e retornos privados.

A sanção, em outubro de 2001, da Lei nº 10.303, além de aperfeiçoar a legislação societária então vigente (Lei nº 6.404/76), definiu bons fundamentos, mesmo considerando as muitas imperfeições remanescentes, rumo à maior transparência e à adoção de boas práticas de governança corporativa nas empresas privatizadas, até então controladas pelo Estado.

Todos esses melhoramentos no campo institucional criaram um ambiente favorável à realização de investimentos dos fundos de pensão nas oportunidades engendradas, definindo balizamentos para que a regulação de investimentos a eles aplicável evoluísse de forma a tornar viável sua participação na nova equação de financiamento.

De forma sintética, os Fundos de Pensão brasileiros decidiram, em diferentes graus de mobilização e, via de regra, com grande incentivo do governo¹²³, participar de blocos de controle das empresas estatais privatizadas e, como conseqüência, passaram a acompanhar mais de perto as decisões corporativas das empresas investidas.

Tendo em vista o exíguo prazo entre a formação dos consórcios e o momento em que estes deveriam apresentar suas propostas para compra das empresas a serem privatizadas, em geral, pouca atenção foi destinada à elaboração dos Acordos de Acionistas - AA.

Cabe também mencionar a pouca experiência dos FP em matérias corporativas, notadamente no que diz respeito a cláusulas contratuais que, hoje, são tidas como básicas para a preservação de valor em situações como essas, tais como direito de preferência, *tag along*, *drag along*, e veto em situações específicas.

Ainda que não seja da vocação dos FP exercer controle de empresas, pois cabe a eles gerir os recursos de seus participantes e garantir o pagamento de suas aposentadorias, a prerrogativa contratual de controle tem valor, especialmente quando a esse direito de controle está associado expressivo ágio. Conforme pode ser observado na Tabela 1 abaixo, nas operações de venda de controle no Brasil, no período de 1993 a 2000, o ágio pago foi, em média, de 721%, sendo que, em alguns casos, ultrapassou 2.000% (no caso das empresa de operadoras de

¹²³ Para viabilizar a venda das empresas e, dessa forma, incentivar a formação de consórcio privados para formular propostas de compra nos leilões de privatização, o governo incentivou os fundos de pensão em sua esfera de influência, notadamente aqueles ligados às empresas públicas (como, por exemplo, a Previ, dos funcionários do BB; a Petros, dos funcionários da Petrobrás; e a Funcef, dos funcionários da Caixa Econômica Federal) a participarem desses consórcios.

celulares Tele Nordeste, Tele Centroeste e Tele Norte Celulares)¹²⁴.

Tabela 1 – Aquisições e Prêmios de Controle no Brasil – 1993/2000

Empresa	Comprador	Data da Aquisição	Preço do Controle	% Cap. Total	Oferta p/ PNs ?	Preço PN		Prêmio Controle
						Antes	Depois	
Artex	Garantia (BRA)	1993	301,91	22%	NÃO	32,68	152,83	255%
Continental	Bosch (ALE)	1994	n.d.	35%	SIM	19,67	21,11	n.d.
OSA	BTR (ING)	1995	15,33	53%	NÃO	9,18	10,42	41%
Lacta	Phillip Morris (EUA)	1996	15,33	50%	SIM *	1,36	1,87	817%
Metal Leve	Mahle (EUA)	1996	38,28	34%	NÃO	8,00	11,10	289%
Casa Anglo *	United (BRA)	1996	386,78	9%	NÃO	52,18	35,45	778%
Light	EDF (FRA)	1996	340,00	56%	NÃO	25,00	23,00	1417%
Arno	SEB (FRA)	1997	880,68	41%	SIM **	246,00	270,00	253%
Caemi	Mitsui (JAP)	1997	120,00	40%	NÃO	56,00	55,00	91%
Cofap	Magnetti Marelli (ITA)	1997	14,00	37%	NÃO	8,85	5,00	82%
BCN	Bradesco (BRA)	1997	n.d.	59%	NÃO	6,91	9,40	n.d.
Varga	Lucas Varity (ING)	1998	195,50	53%	SIM	46,00	80,00	310%
Embratel Part	MCI (EUA)	1998	42,58	19%	NÃO		14,64	291%
Telesp Part	Telefonica (ESP)	1998	92,93	19%	NÃO		26,19	355%
Tele Norte Leste Part	La Fonte... (BRA)	1998	55,18	19%	NÃO		13,03	423%
Tele Centro Sul	Telecom Italia (ITA)	1998	33,26	19%	NÃO		9,69	343%
Telesp Cel Part	Portugal Telecom (POR)	1998	57,66	19%	NÃO		7,21	800%
Tele Sudeste Celula	Telefonica (ESP)	1998	21,85	19%	NÃO		3,10	705%
Telemig Celul Part	Telesystems (CAN)	1998	12,15	19%	NÃO		1,28	949%
Tele Celular Sul	Telecom Italia (ITA)	1998	11,25	19%	NÃO		1,59	707%
Tele Leste Celular	Telefonica (ESP)	1998	6,88	19%	NÃO		0,51	1349%
Tele Nordeste Celul	Telecom Italia (ITA)	1998	10,61	19%	NÃO		0,47	2257%
Tele Centroeste Cel	Splice (BRA)	1998	7,07	19%	NÃO		0,34	2080%
Tele Norte Celular	Telesystems (CAN)	1998	3,02	19%	NÃO		0,12	2518%
Coelce	Chilectra (CHI)	1998	10,73	55%	NÃO	4,74	4,06	244%
Metropolitana	EDF (FRA)	1998	162,50	30%	NÃO	94,00	79,00	188%
Gerasul	Tractebel (BEL)	1998	4,17	42%	SIM	1,40	1,40	298%
Banespa	Santander (ESP)	2000	560,00	33%	NÃO	60,00	62,00	918%
								721%

Fonte: Bradesco Templeton, in Cunha, M., curso para conselheiros do IBGC, 2003. De acordo com o autor, o "prêmio implícito de controle" é calculado para cada operação dividindo o valor pago pelo controle (preço do controle) pela média de quatro cotações das PN (30 dias antes da alienação, 1 dia antes, 1 dia depois e 30 dias depois). O prêmio total é a média aritmética simples dos prêmios individuais.

A título de exemplo, cabe mencionar o caso da Espírito Santo Centrais Elétricas S.A - Escelsa: após o leilão público em 1995, no qual IVEN S.A e GTD Participações SA adquiriram o controle da Escelsa,

¹²⁴ Vale notar que esse cálculo assume algumas premissas fortes, tais como: (i) adequada precificação das PNs, o que buscou-se atingir com o ajuste de média de quatro cotações; (ii) incorpora, também, o valor das sinergias, e não apenas a parte do prêmio associada à diferença entre ON e PN (prêmio de controle propriamente dito). Observe-se que o prêmio de sinergia, que está refletido no "preço de controle", apenas é conhecido pelo comprador, pois está associado a suas estratégias particulares e pode não apenas ao controle propriamente dito.

houve venda em das participações de alguns sócios para a portuguesa Electricidade de Portugal Internacional - EDP, envolvendo significativo ágio, sem que os FP tenham se beneficiado¹²⁵. Observa-se, portanto, a importância de garantir contratualmente direitos de controle, pois estes agregam valor à participação acionária, ainda que o investidor não tenha interesse de exercê-lo.

Em geral, pode-se dizer que a atuação dos FP no mercado acionário brasileiro reveste-se, até os dias de hoje, das seguintes características:

- (i) participações minoritárias em blocos de controle¹²⁶;

¹²⁵ A participação dos FP na Escelsa se dá por meio da *holding* GTD e hoje esses investidores estão buscando na justiça garantir seus direitos de controle, tendo em vista que o acordo de acionistas assinado entre os membros do consórcio tinha prazo de validade inferior ao da concessão. Em 2003, com o fim da vigência do referido AA, a EDP teria, em tese, o controle da Escelsa, enquanto os FP, que pagaram significativo ágio no momento da privatização, estariam fora do controle da empresa e, portanto, sem direito de se beneficiarem do ágio.

¹²⁶ “[...] Passado o período inicial do Programa de Privatizações, no qual as aquisições de participações acionárias nas empresas privatizadas tiveram um caráter quase que compulsório, as fundações deram-se conta da importância do exercício ativo do controle das companhias nas quais detinham participação acionária com vistas à própria valorização de seu patrimônio. Passaram, então, a exigir: uma conduta dessas empresas baseada em melhores práticas de governança corporativa, tais como maior transparência na disponibilização de informações contábeis; participação ampliada dos acionistas minoritários no Conselho Administrativo e mesmo na direção das empresas; cláusulas estatutárias que buscam diminuir ou mesmo eliminar a discriminação de valores pagos a acionistas majoritários e minoritários quando da alienação da empresa (cláusulas de *tag along* e *poison pills*, dentre outras); etc. Como fatores negativos de sua maior participação acionária nos grandes conglomerados nacionais, destacam-se a proliferação das holdings cruzadas com o conseqüente agravamento dos problemas relacionados a informações privilegiadas de governança empresarial e o agravamento dos problemas de agência com a crescente proliferação dos conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Deste modo, os fundos de pensão passaram a atuar ativamente para melhorar os princípios básicos de governança corporativa no país a partir do momento em que perceberam que tal iniciativa traria um aumento do *shareholder value* das empresas cujas ações passaram a compor grande parte de seu *portfólio* de investimentos. [...] A própria participação relativa dos fundos no programa de privatizações mostra a timidez da atuação destes agentes frente os recursos de que dispõem. Dos US\$ 105,30 bilhões que envolveram o PND, a privatização das empresas e concessões em telecomunicações e as privatizações nos estados, os fundos participaram com US\$ 6,59 bilhões, ou 6,26% do total. Em relação ao patrimônio dos fundos isso representou, à época das aquisições, pouco mais de 5,4% de seu patrimônio total. Em comparação com a participação estrangeira no processo de privatizações, os fundos de pensão nacionais tiveram uma atuação tímida: US\$ 42,13 bilhões ou 40,0% do total obtido teve procedência estrangeira [...]” Cf. Raimundo, L.C., op. cit.

- (ii) acordos de Acionistas utilizados como proteção adicional para minimizar a insuficiência de direitos de minoritários no mercado de capitais¹²⁷;
- (iii) equipe técnica estruturada internamente com o intuito de acompanhar as empresas investidas, quer diretamente, quer via conselheiros de administração e fiscal, configurando o chamado “ativismo”, ou seja, monitoramento e incentivo à adoção de boas práticas de GC nas empresas investidas;

Considerando os limites para aplicação no segmento de renda variável (ações em mercado, fundos de investimento em participações e em empresas emergentes e outros ativos) constantes da Resolução CMN nº 3.121 (até 50% dos recursos garantidores das reservas técnicas, nos termos de seu artigo 25), observa-se que, comparativamente a outros países, há ainda baixa alocação de investimentos neste segmento.

Por exemplo, no Reino Unido e nos Estados Unidos, onde não se aplica limite máximo para investimento dos FP em renda variável, tinha-se, no início desta década, 71% e 62% das aplicações destinadas a este segmento, respectivamente, contra 26% no Brasil¹²⁸. Ou, se ajustarmos o percentual brasileiro ao limite regulamentar estabelecido, ter-se-ia, hoje, em relação ao teto da Resolução nº 3.121, 52% da alocação de recursos permitida para renda variável, ainda assim significativamente inferior à referência internacional, do que decorre haver, ainda, potencial a ser realizado¹²⁹.

¹²⁷ Ainda que, em muitos casos, a compra de participação acionária em contexto de blocos de controle não tenha sido precedida de rigorosa avaliação jurídica visando preservar valor dos FP, foram redigidos AA contemplando importantes direitos para esses grandes minoritários. Vale notar que, à época, não havia senso comum em relação à importância de algumas cláusulas contratuais hoje reconhecidas como essenciais (como, por exemplo, *tag along* e direito de preferência), especialmente em contexto de baixa proteção legal.

¹²⁸ Fonte: Yermo, J. (2000).

¹²⁹ Essa reduzida participação de investimentos em ações no portfólio dos FP brasileiros deve ser relativizada pelo tamanho do mercado acionário brasileiro em comparação àqueles de países mais desenvolvidos. Nesse contexto, os FP brasileiros podem estar no limite da “iliquidez” para suas posições.

Considerando janeiro de 2004, as EFPC possuíam R\$ 239,7 bilhões de ativos (18,2 % do PIB), com investimentos de R\$ 215,9 bilhões, dos quais cerca de 30% (R\$ 62,4 bilhões) estavam alocados em renda variável. Nesse contexto, considerando os limites impostos pela Resolução acima mencionada, os FP poderiam investir até R\$ 108,0 bilhões (50% Investimentos), ou seja, 16,2% do valor de mercado negociado em bolsa de valores no Brasil, contra os apenas 9,3% observados no final de 2002¹³⁰.

Uma última consideração no tocante às privatizações diz respeito à questão do pagamento de ágios e de prêmios de controle pelos FP enquanto integrantes de consórcios (posteriormente convertidos, tipicamente, em sociedades de propósito exclusivo de participação nas empresas investidas) que apresentaram lances nos leilões de alienação de controle promovidos no âmbito do Plano Nacional de Desestatização - PND.

Conceitualmente, os ágios, calculados comparando-se o lance vencedor com o preço mínimo estabelecido nos editais de alienação de controle refletem o valor das sinergias capturáveis pelos compradores (e, portanto, potencialmente, de valor adicionado para seus acionistas) pela incorporação dos ativos leiloados à sua base de geração de fluxos de caixa. Refletem, também, em composição com as sinergias, o pagamento de prêmios de controle.

Os prêmios de controle são justificados pela possibilidade de se comandar excedentes de caixa da empresa adquirida, visando, em contexto de boa GC, ao financiamento de projetos criadores de valor ou, na ausência destes últimos, distribuindo-se valor aos acionistas, na forma de dividendos, por exemplo. Em ambiente de GC deficiente (falta de equidade), os prêmios são pagos por alguns (ou todos) para que poucos se beneficiem dos excedentes.

¹³⁰Fonte: SPC/MPAS (2003) e Bovespa. Considerando capitalização da Bovespa (*MarketCap*) em janeiro de 2004 de R\$ 667,9 bilhões, referente a 366 ações do Ibovespa e IBrX.

A depender do *payout* de dividendos da empresa compradora (futura controladora), o prêmio pelo controle da empresa a ser adquirida poderá ser maior (quanto menor o *payout*) ou menor (o inverso), para uma dada sinergia identificada na operação conjunta dos ativos.

O ágio, portanto, poderá não ser indicativo de prêmios de controle, mas apenas de valor de sinergias (percepção de seu valor) não capturadas em avaliações *stand alone* elaboradas pela ponta vendedora (fruto, portanto, em essência, de uma assimetria de informação entre quem vende e quem compra), caso, por exemplo, a política de distribuição de dividendos seja agressiva.

Caso o regime de distribuição de dividendos do grupo controlador seja mais restritivo, quer por extração, junto aos minoritários, de benefícios privados de controle (nas empresas em que não há boa GC, com apropriação, hoje, de valor por poucos); quer pela existência de alternativas financeiramente eficientes de investimento (nos casos onde há boa GC, com criação de valor para distribuição para muitos, no futuro), poderá haver pagamento de prêmio de controle, associado ao prêmio de sinergia.

Em suma, a formação dos ágios nos leilões de privatização decorreu, inicialmente, do valor do lance mínimo dos editais, que refletem percepção não sinérgica dos ativos objeto de alienação de controle, ou seja: sem considerar o valor estratégico para a empresa compradora conforme abordado na teoria de opções reais.

Em seguida, os ágios poderão estar associados à geração de sinergias da gestão combinada dos ativos comprados com os ativos dos investidores e/ou à percepção de futuros ganhos de produtividade na gestão da empresa adquirida. A destinação do valor oriundo dessas sinergias pode se dar de duas formas: (i) atender, hoje, aos interesses de um pequeno grupo controlador (neste caso, o ágio contém uma parcela de prêmio de controle extraída aos minoritários); ou (ii) em uma perspectiva de alinhamento de interesses, ser destinado, no futuro, a uma base mais ampla de acionistas.

Na ausência de instrumentos de GC que garantam que as sinergias (e os prêmios) não serão *tunneled* para os controladores, não caberia aos Fundos de Pensão brasileiros (minoritários em blocos de controle consubstanciados em Acordos de Acionistas), racionalmente, incorrer no pagamento de ágios.

Ou seja, se não houver GC adequada nas empresa investidas, os FP, enquanto minoritários no bloco de controle, devem atuar no sentido de utilizar os acordos de acionistas para vetar aquisições potencialmente destruidoras de valor para os não controladores: com má GC, os *payouts* futuros continuarão baixos, uma vez que as retenções presentes (apropriadas por poucos) não terão sido investidas de forma a agregar maior valor a ser distribuído para todos no futuro.

Existindo, alternativamente, dispositivos de GC para se garantir o alinhamento de interesses nos blocos de controle dos quais participam os FP nestas aquisições, visando que os prêmios pagos sejam retornados como valor agregado (e não expropriados) pode, então, ser justificada a participação nos leilões: menores *payouts* hoje podem justificar os prêmios se existe o investimento em alternativas que gerem valor (e maior *payout*) para todos no futuro.

Em suma, se houver boa GC na empresa investida, o FP integrante do bloco de controle dividirá, com baixo risco de ser expropriado, o pagamento do prêmio com o controlador. Desta forma, "todos ganham" pois o ágio refletirá esse prêmio e estará limitado ao valor das sinergias, não havendo incentivo para o controlador pagar além. Caso a GC fosse ruim na empresa investida, com o dinheiro que expropriaria dos minoritários, ou seja, estratégia "só um ganha", o controlador tenderia a destruir valor da companhia investida.