

**GOVERNANÇA CORPORATIVA
E OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS
NO BRASIL (2007-2011)**

Mario Engler Pinto Junior
Angela Rita Franco Donaggio
(coordenadores)



DIREITO GV
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

GOVERNANÇA CORPORATIVA E OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS NO BRASIL (2007-2011)

Mario Engler Pinto Junior e Angela Rita Franco Donaggio - *coordenadores*
Caio Siemionko, Cristina Liu e Paloma Caetano Silva Almeida - *assistentes de pesquisa*



A SÉRIE PESQUISA DIREITO GV TEM COMO OBJETIVO PUBLICAR PESQUISAS E TEXTOS DEBATIDOS NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS SOB A FORMA DE LIVROS. A SELEÇÃO DOS TEXTOS É DE RESPONSABILIDADE DA COORDENADORIA DE PUBLICAÇÕES.

ESTA OBRA PODE SER UTILIZADA DE FORMA LIVRE: O DOWNLOAD, A CÓPIA, O COMPARTILHAMENTO, A IMPRESSÃO E A CITAÇÃO SÃO PERMITIDOS PARA FINS NÃO COMERCIAIS.

EDITOR

JOSÉ RODRIGO RODRIGUEZ

ASSISTENTE EDITORIAL

BRUNO BORTOLI BRIGATTO

PROJETO GRÁFICO E EDITORAÇÃO

ULTRAVIOLETA DESIGN

PREPARAÇÃO DE TEXTO

MARIANA AMARAL

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Governança corporativa e ofertas públicas iniciais no Brasil (2007-2011) [livroeletrônico] /
Mario Engler Pinto Junior e Angela Rita Franco Donaggio, coordenadores. -- São Paulo : Direito GV, 2013.
-- (Série pesquisa Direito GV) 4 Mb ; PDF

Bibliografia.

ISBN 978-85-64678-12-5

1. Direito econômico 2. Direito empresarial 3. Governança corporativa - Brasil 4. Mercado de capitais - Brasil 5. Negócios 6. Ofertas públicas iniciais I. Pinto Junior, Mario Engler. II. Donaggio, Angela Rita Franco. III. Série.

13-12933

CDU-34:336.764:347.72(81)

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Governança corporativa e ofertas públicas iniciais : Direito

34:336.764:347.72(81)

DIREITO GV

COORDENADORIA DE PUBLICAÇÕES

RUA ROCHA, 233, 11º ANDAR

BELA VISTA - SÃO PAULO - SP

CEP: 01330-000

TEL.: (11) 3799-2172

E-MAIL: PUBLICACOESDIREITOGV@FGV.BR

DIREITOGV.FGV.BR

COORDENADORES

MARIO ENGLER PINTO JUNIOR

DOUTOR EM DIREITO COMERCIAL PELA USP. PROFESSOR DA DIREITO GV E COORDENADOR DO MESTRADO PROFISSIONAL. MEMBRO DA CÂMARA DE ARBITRAGEM DA BM&FBovespa.

ANGELA RITA FRANCO DONAGGIO

DOUTORANDA EM DIREITO COMERCIAL PELA USP. MESTRE EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO PELA DIREITO GV. PESQUISADORA DA DIREITO GV, PROFESSORA DA FECAP E CONSULTORA EM GOVERNANÇA CORPORATIVA.

ASSISTENTES DE PESQUISA

CAIO SIEMIONKO

ADMINISTRADOR PELA EAESP-FGV E ALUNO DE GRADUAÇÃO DA DIREITO GV.

CRISTINA LIU

ALUNA DE GRADUAÇÃO DA DIREITO GV.

PALOMA CAETANO SILVA ALMEIDA

ALUNA DE GRADUAÇÃO DA FACULDADE DE DIREITO DA USP.

SUMÁRIO

1. SOBRE O PROJETO E SEUS OBJETIVOS	9
2. ASPECTOS METODOLÓGICOS	11
3. PESQUISA TEÓRICA	13
3.1. ESTRUTURA ACIONÁRIA, TIPO DE CONTROLE E <i>FREE FLOAT</i>	13
3.2. TOMADA DE CONTROLE E <i>POISON PILLS</i>	15
3.3. <i>TAG ALONG</i>	17
3.4. ORGANIZAÇÃO DE ASSEMBLEIAS, DIREITO DE VOTO E PARTICIPAÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS	18
3.5. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	21
3.6. REMUNERAÇÃO DE ACIONISTAS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS	23
3.7. COMPOSIÇÃO DE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIRETORIA E CUMULAÇÃO DE CARGOS DE DIRETOR-PRESIDENTE E PRESIDENTE DO CONSELHO	24
3.8. COMITÊS DE ACESSORAMENTO DO CONSELHO	26
3.9. REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES E POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO	27
3.10. PRÁTICAS CONTÁBEIS INTERNACIONAIS	29
3.11. POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES	31
3.12. BANCO COORDENADOR E AUDITORES	32

4. PESQUISA EMPÍRICA	35
4.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA	35
4.2. COLETA DE DADOS	35
4.3. FORMA DE CÁLCULO	36
5. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE I	39
5.1. ANO DE FUNDAÇÃO E IDADE DAS COMPANHIAS EM SEUS IPOs	39
5.2. RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL (NO ÚLTIMO EXERCÍCIO ANTES DO IPO)	41
5.3. TIPO DE OFERTA	43
5.4. SETOR DE ATUAÇÃO DAS COMPANHIAS	44
5.5. LISTAGEM NO EXTERIOR	46
5.6. DIVULGAÇÃO DE PROJEÇÃO DE LUCROS NO PROSPECTO	46
5.7. PREÇO DA AÇÃO NO PROSPECTO	46
5.8. DIVULGAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE ACORDO COM O IFRS	47
5.9. PLANEJAMENTO DE ADEQUAÇÃO AO IFRS	48
5.10. RELACIONAMENTO ENTRE COMPANHIAS E BANCO COORDENADOR	49
5.11. REMUNERAÇÃO DOS BANCOS COORDENADORES	50
5.12. RELACIONAMENTO ENTRE COMPANHIAS E AUDITORES E GASTOS ANUAIS COM AUDITORIA INDEPENDENTE	51
5.13. RESSALVA NOS PARECERES DE AUDITORIA	51

5.14. RETORNO DAS AÇÕES	52
6. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE II	57
6.1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	57
6.2. COMITÊS DE ASSESSORAMENTO	58
6.3. COMITÊ DE AUDITORIA	60
6.4. CONSELHO FISCAL	61
6.5. POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES	61
6.6. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DA CVM	63
6.7. REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA	64
7. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE III	67
7.1. SEGMENTO DE LISTAGEM	67
7.2. PERCENTUAL DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO (<i>FREE FLOAT</i>)	69
7.3. EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS	70
7.4. POLÍTICA DE DIVIDENDOS	72
7.5. <i>TAG ALONG</i>	73
7.6. <i>POISON PILL</i>	74
7.7. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E PODER DE CONTROLE	78
7.8. POLÍTICAS DE TRANSAÇÃO COM PARTES RELACIONADAS	79

8. CONCLUSÕES 83

NOTAS 87

REFERÊNCIAS 103

I. SOBRE O PROJETO E SEUS OBJETIVOS

O tema “governança corporativa” e as boas práticas de governança começaram a se disseminar no Brasil a partir da década de 1990,¹ mas apenas após a década de 2000 o tema passou a receber a atenção necessária. De certa forma, pode-se atribuir essa mudança ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e ao aumento do número de companhias listadas na BM&FBovespa durante a década.

As práticas de governança corporativa têm como função primordial: (1) dirimir “problemas de agência”, que nada mais são do que problemas gerados por conflitos de interesses entre controladores e minoritários ou entre gestores e acionistas; (2) estabelecer pesos e contrapesos na administração das companhias de forma a propiciar sua perenidade; (3) incrementar a transparência das companhias e de sua gestão; e (4) aumentar o acesso a capital a um custo mais baixo.²

De forma geral, as boas práticas de governança corporativa visam a promover a consecução de dois grandes objetivos do mercado de capitais: de um lado, o fornecimento de fonte de investimento alternativa e a um custo mais baixo às companhias e, de outro, a tutela dos direitos dos investidores, a fim de criar um ambiente de confiança necessário ao investimento.

A despeito da importância do tema para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, estudos empíricos jurídicos³ ainda são escassos. Assim, trata-se de área que carece destes para demonstrar a evolução das companhias em relação às práticas efetivamente aplicadas, mormente em relação às companhias que voluntariamente se comprometeram a melhorar suas práticas. Espera-se suprir, com o presente estudo, parte dessa lacuna que envolve tema tão relevante para o mercado de capitais brasileiro e, conseqüentemente, para o desenvolvimento do país.

Assim, este estudo se constitui em uma análise acerca das práticas de governança das companhias brasileiras e também em relação ao posicionamento da doutrina brasileira no que diz respeito aos temas e aos problemas levantados.

Para tanto, esta pesquisa apresenta diversas questões de governança aplicadas às companhias brasileiras e as reúne em três grandes temas: (1) aspectos estruturais das companhias brasileiras; (2) aspectos de alinhamento de interesses; e (3) aspectos de fiscalização, englobando as práticas contábeis adotadas.

Assim, a fim de contemplar esses tópicos e abordar tema de crescente relevância no cenário nacional, esta pesquisa teve como objetivo empírico mapear as práticas de governança corporativa adotadas por todas as companhias que realizaram oferta pública inicial de ações⁴ no período compreendido entre janeiro de 2007 e dezembro de 2011.⁵

Pode-se aferir, ainda, a evolução de algumas práticas durante o período analisado e verificar uma relação entre essa evolução e influências externas, tais como normativos emitidos pelo regulador — a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Como mencionado, a presente pesquisa analisou as práticas das companhias que realizaram ofertas públicas iniciais (IPOs) na BM&FBovespa nos últimos cinco anos, de 2007 a 2011.

Ao todo, 96 companhias efetuaram seus IPOs durante todo esse período, e este estudo optou por não selecionar amostras dessa população, mas analisá-la em sua totalidade.

Considerando essas 96 companhias, ressalta-se a existência de duas realidades diametralmente opostas no período analisado: um momento de euforia durante o ano de 2007 e um momento mais duradouro de escassez de crédito de 2008 a 2011. A euforia do primeiro momento é resultado de um período que ficou conhecido no Brasil como “*boom* de IPOs”, que compreendeu os anos de 2004 a 2007.⁶ O segundo momento, de 2008 a 2011, abarca o período de profunda crise mundial no qual poucas companhias realizaram ofertas públicas (durante ou após a crise).

A pesquisa conjugou, de um lado, fontes doutrinárias referentes aos temas tratados e, de outro, aprofundado levantamento de informações contidas em diversos documentos públicos. Primordialmente, foram utilizados prospectos de oferta pública inicial de ações de 2007 a 2011 e outros documentos públicos, tais como: formulários de referência e acordos de acionistas disponíveis no *website* da CVM, políticas de transação com partes relacionadas consultadas no *website* das companhias analisadas e cotação das ações disponíveis no *website* da BM&FBovespa. A pesquisa ainda contou com informações produzidas pela mídia especializada a fim de ilustrar e contextualizar algumas das questões de governança analisadas. Fontes como revista Capital Aberto, jornal Valor Econômico e revista Exame foram consultadas. O período de coleta de todas essas informações envolveu os meses de janeiro, fevereiro e março de 2013.

3. PESQUISA TEÓRICA

A pesquisa teórica realizada neste estudo envolveu assuntos que poderiam ser conjugados de diversas formas. Optou-se por separá-los em três grandes temas, quais sejam: os aspectos estruturais das companhias brasileiras; os aspectos de alinhamento de interesses e os aspectos de fiscalização.

Esses temas foram subdivididos da seguinte forma: (1) estrutura acionária, tipo de controle e *free float*; (2) tomada de controle e *poison pills*; (3) *tag along*; (4) organização de assembleias, direito a voto e participação de acionistas minoritários; (5) conflitos de interesses e transações com partes relacionadas; (6) remuneração de acionistas e política de dividendos; (7) composição do conselho de administração e da diretoria e cumulação dos cargos de presidente do conselho e diretor-presidente; (8) comitês do conselho de administração (estatutários e não estatutários); (9) remuneração de administradores e políticas de remuneração; (10) práticas contábeis internacionais; (11) política de divulgação de informações; (12) auditoria independente e (13) banco coordenador. Todos esses temas estão diretamente relacionados e, na prática, seria impossível tratá-los separadamente. Todavia, buscou-se separá-los para fins didáticos quanto à parte teórica.

3.1. ESTRUTURA ACIONÁRIA, TIPO DE CONTROLE E *FREE FLOAT*

Muito se discute na doutrina acerca da conceituação de controle da companhia.⁷ Por um lado, em obra de COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008) depreende-se o conceito de poder de controle como: (1) originário quando não derivado de nenhum outro (interna ou externamente); (2) uno ou exclusivo quando não admite concorrente (pela sua própria natureza); e (3) geral quando é exercido em todos os campos e todos os setores, sem encontrar nem admitir domínios reservados, por parte dos órgãos societários.

Esses autores definem os seguintes tipos de controle: (1) quase totalitário, (2) majoritário, (3) minoritário, (4) gerencial e (5) externo.⁸ Dentre esses tipos, o controle majoritário e o minoritário são os de maior relevância no Brasil, uma vez que são os mais frequentes.

A relevância do tema deriva do núcleo da definição de controle na sociedade anônima; segundo COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008), o poder de determinar as deliberações da assembleia geral seria suficiente para caracterizar tal controle.

Por outro lado, CARVALHOSA (2008) preceitua que o conceito de poder de controle não seria mais aquele apregoado pelo Decreto-Lei 2.627/1949 — parcialmente revogado pela Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976, “LSA”) —, qual seja, o princípio majoritário, mas sim o princípio do controlador. O controle deveria ser ativo, não se confundindo, pois, com o acionista majoritário, que se limita a arriscar seu investimento pessoal em ações da companhia sem, no entanto, exercer poder efetivo sobre ela.

Dessa forma, Carvalhosa defende que, considerando a mudança de princípios e o fato de a Lei das Sociedades por Ações (“LSA”) ter abandonado o critério quantitativo do capital investido na sociedade como suscetível de configurar esse domínio, ter-se-ia retirado a soberania efetiva da assembleia geral.

Para o autor, os requisitos do artigo 116 da LSA⁹ não poderiam ser entendidos como cumulativos, já que se pode ter o controle interno da companhia exercendo apenas um deles. Assim, basta que haja o poder de eleger a maioria dos administradores para que seja caracterizado o controle interno da companhia. Da mesma forma, é suficiente a prevalência da vontade de um grupo nas demais deliberações societárias para se caracterizar o controle.

Reside aí a importância do terceiro “requisito” mencionado na alínea “b” do artigo 116, pois, embora seja requisito complementar dos outros dois, é fundamental para que se identifique o controle. Trata-se da efetividade na condução dos negócios sociais e, conseqüentemente, no funcionamento dos órgãos da companhia. Compreender o poder de controle possibilita, portanto, uma adequada análise da companhia e de sua estrutura interna, uma vez que o poder de controle permite deliberações no sentido de conduzir os negócios.

A relevância do *free float* — isto é, do percentual de circulação das ações —, por sua vez, deriva da necessidade de liquidez das ações no âmbito do mercado de valores mobiliários estabelecida para as companhias que voluntariamente aderem a segmentos especiais de listagem que requerem percentual mínimo de ações em circulação.¹⁰

Sua importância decorre de alguns fatores, dentre eles da premissa de que quanto maior o percentual de circulação de ações, menores seriam os riscos de manipulação por parte dos administradores.

Considerando que o mercado de capitais é um ambiente suscetível a fraudes, pesquisas tais como a de IMISIKER e TAS (2011) evidenciam

que em companhias cujo percentual de *free float* é menor, os manipuladores necessitam de menos esforços para artificialmente criar aparência de um mercado ativo ou, então, monopolizá-lo.

Depreende-se, assim, que o custo de criar aparências no mercado é maior quanto maior for o percentual de *free float*, o que inviabilizaria economicamente tentativas de intervenção. Portanto, o percentual de *free float* é inversamente proporcional à probabilidade de uma companhia ser manipulada e também é um importante fator de influência na suscetibilidade inerente ao mercado.

3.2. TOMADA DE CONTROLE E *POISON PILLS*

O tema “tomada de controle” é muito discutido, devido a sua grande capacidade de alterar toda uma realidade estabelecida da companhia e de gerar muita polêmica. Segundo EIZIRIK *et al.* (2011), a alienação do controle acionário de uma companhia aberta não se trata de mera cessão de ações, mas da transferência do poder de dominação sobre a atividade empresarial exercida pela companhia.¹¹

Pressupõe também — e necessariamente — a efetiva transferência do poder de comandar as atividades da companhia. LEÃES (2010, p. 292) ensina que

a alienação de controle não decorre simplesmente da transferência de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas da transferência de valores mobiliários que provoque necessariamente a migração do poder de comando do titular anterior para um novo titular.

Existem diversas formas pelas quais se concretiza a transferência de ações geradora da migração do poder de comando da companhia. A aquisição pode ser voluntária ou involuntária, originária ou derivada, decorrente de operação isolada ou de operações conjuntas. Ela também pode ser amigável ou hostil e, em relação a isso, consiste em oferta pública realizada pelo ofertante à pluralidade dos demais acionistas da companhia-alvo. Cabe aos acionistas aceitar ou não referida oferta e aos administradores se envolver nessas discussões e se posicionar a respeito.¹²

Em relação a essas ofertas públicas de aquisição de controle, existem mecanismos de proteção à tomada de controle. Esses mecanismos

“podem ser aceitáveis, desde que se prestem à finalidade clara de otimização e preservação de valor” (IBGC, 2009, p. 26) e sejam aplicados em companhias cujo capital é pulverizado e em que não existe controlador definido. Nos casos em que existe controlador definido (majoritário, minoritário ou compartilhado), esses mecanismos acabam funcionando como forma de perpetuação do poder, mesmo que seja ineficiente, e, por isso, não são considerados como sendo boa prática de governança.

De acordo com NASCIMENTO (2011, p. 47), “a existência da dispersão acionária é premissa essencial para a tomada de controle”, uma vez que a tomada de controle deve ser “entendida como operação realizada à revelia de acionistas relevantes e/ou administradores”, não descartando sobremaneira hipóteses nas quais a tomada de controle ocorra amigavelmente com a cooperação de administradores e grupos relevantes no âmbito da companhia-alvo.

Em relação ao poder de controle e à realidade de estrutura de propriedade predominante no Brasil, que é essencialmente marcada pela concentração, resta claro o motivo pelo qual não há muitas ocorrências de “tomada de controle”, embora de forma controversa existam muitas medidas defensivas.

Certamente não se tem no Brasil uma realidade na qual a dispersão acionária é a regra. Ao contrário, companhias cujo capital é disperso consistem em exceções, mas surpreendentemente a adoção de mecanismos de proteção à tomada de controle não são raras e parecem ter outra finalidade no mercado acionário brasileiro.

Dentre os diversos mecanismos de proteção à tomada de controle existentes (conhecidos como *takeover defenses*), o mais conhecido em nosso mercado é a *poison pill*.¹³ Trata-se de mecanismo que visa a impedir ou evitar tentativas de tomada hostil de controle.¹⁴

Em vez de desestimular tomada hostil do controle por aventureiros corporativos que seja prejudicial aos acionistas, esse mecanismo — quando adotado por companhia com controle definido (majoritário, minoritário ou compartilhado) — acaba sendo utilizado por administradores para impedir mudanças de controle que poderiam ser salutares à companhia e, assim, lucrativas aos acionistas.

Outra questão controversa trazida pela adoção de mecanismos de proteção à tomada de controle por companhias com controle definido é o aumento do custo de aquisição, o que pode desestimular investidores.

Tais cláusulas de proteção à tomada de controle tendem a ocorrer de duas formas no estatuto social das companhias brasileiras: (1) uma versão que enseja consequências extremas — muito comum no país — prevê que qualquer acionista ou terceiro que adquirir determinado percentual de ações deverá realizar oferta pública de aquisição de ações a fim de adquirir a totalidade das ações emitidas pela companhia-alvo; (2) uma versão que determina que, em vez de realizar a oferta pública, o acionista deverá comunicar a intenção de realizá-la ao diretor de Relação com Investidores da companhia. Essa última versão não é tão comum, mas existe ainda a combinação dos dois tipos mencionados.

Portanto, ao tornar excessivamente oneroso o aumento de participação acionária, essa disposição estatutária tende a proteger a companhia contra ofertas hostis, mas a experiência prática brasileira ainda não colocou à prova a efetiva necessidade de realização de oferta pública em decorrência de uma dessas medidas de proteção.

3.3. TAG ALONG

O direito de saída conjunta da companhia, o conhecido *tag along*, foi retirado da LSA pela Lei 9.457/1997 em decorrência das privatizações e reintroduzido no direito brasileiro pela Lei 10.303/2001. Esse instituto decorre da hipótese de alienação do controle de companhia aberta de forma a condicionar a eficácia do negócio jurídico à oferta pública, pelo adquirente do controle, de aquisição das ações dos demais acionistas não controladores com direito de voto, por um preço não inferior a 80% daquele pago pelas ações do controlador.¹⁵

Ao contrário do disposto no artigo 257 da LSA, que regula a oferta pública voluntária tendo em mente a aquisição do controle, o *tag along* versa sobre a oferta pública derivada da aquisição de controle, que de forma alguma é facultativa, mas, antes, condição de eficácia do negócio em questão.

Conforme explicitado por EIZIRIK *et al.* (2011) tal obrigatoriedade está relacionada à necessidade de compartilhamento do ágio (prêmio de controle — *sharing rule*) decorrente da venda do controle. Dessa forma, respeita e garante os direitos dos acionistas minoritários, que também foram responsáveis pela valorização da companhia, e ainda decorre do fato de que o valor de venda do controle inclui não apenas o poder de dirigir a companhia, mas os fatores intangíveis e outros ativos que também pertencem a esses acionistas. Dessa forma, estes devem

receber ao menos parte do prêmio apurado na operação de transferência de controle.

Esse instituto ainda tem como finalidade precípua garantir forma de saída (*way out*) do acionista não controlador quando da alienação de controle, não se podendo impor ao acionista minoritário um novo controlador com o qual ele não mantém uma relação fiduciária.¹⁶

Nesse sentido, os autores DAVIES e HOPT (2004) alegam que, mesmo que o adquirente não vise ao prejuízo da companhia, ele pode adotar estratégias diversas e menos satisfatórias para o futuro desta ou, ainda, não respeitar os direitos dos acionistas minoritários na mesma medida que o controlador anterior, por exemplo.

3.4. ORGANIZAÇÃO DE ASSEMBLEIAS, DIREITO DE VOTO E PARTICIPAÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS

A assembleia geral, para PONTES DE MIRANDA (1954-1969), é o órgão que exprime a vontade social. Nesse sentido, CUNHA (2006) explica que é por meio desse órgão que se reúnem os acionistas para emitir seus votos e proceder às mais elementares deliberações sociais.

Assim, a assembleia geral, quando tida como órgão primário ou imediato da companhia que investe todos os outros e constitui a última instância decisória, é aquele no qual se exprime a vontade da maioria. Conforme TEIXEIRA e GUERREIRO (1979) trata-se do centro decisório da companhia e dele derivam as diretrizes fundamentais que informarão o comportamento concreto da sociedade, projetando-se especiais efeitos sobre sua composição administrativa.

Ainda, os interesses sociais da assembleia geral devem, ao menos na teoria, ser alcançados de forma democrática.¹⁷ Nesse sentido, sustenta COMPARATO (1995, p. 160):

O ideal da democracia acionária tem, na assembleia geral, o seu ato de mais solene celebração litúrgica. O comparecimento do acionista em assembleia representa, assim, de acordo com a filosofia moral que o anima, respeito a uma espécie de festa da obrigação, durante o qual o acionista se investe das prerrogativas inalienáveis da soberania, tal como o cidadão exercendo as funções do eleitor, na sociedade política.

Depreende-se que, para alguns autores, tais como COMPARATO

e SALOMÃO FILHO (2008), a importância desse órgão deliberativo é tamanha que inclusive o poder de determinar as deliberações nessa instância corresponde ao núcleo da definição de controle no âmbito da sociedade anônima.

Por outro lado, parte da doutrina entende a importância da assembleia geral como sendo derivada de sua relação com o conselho de administração. Tendo por base a experiência legislativa francesa, PAILLUSSEAU (1967) afirma que a extensão dos poderes da assembleia geral ocorreu para facilitar a tarefa dos controladores, que podem impor sua vontade sem tantos obstáculos.¹⁸ Um indício que corrobora essa afirmação é a redução do quórum para deliberação.

Nesse sentido e em face da redução do quórum, na prática, ao número de ações possuídas pelos controladores, CARVALHOSA (2008) ressalta que a assembleia geral perdeu completamente seu caráter de órgão soberano. De acordo com esse entendimento, a assembleia geral limitar-se-ia, haja vista a hegemonia dos controladores, a declarar os procedimentos periódicos e modificativos do pacto social.

Especificamente em relação a esse contexto deliberativo, entende-se que a assembleia geral possui importância ímpar, sendo o voto elemento fundamental para os acionistas manifestarem seus interesses e influenciarem a condução da sociedade (cf. BELTOLDI, 2001).

Contudo, o direito de voto não é inerente a todas as ações no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que a sociedade pode emitir ações preferenciais no limite de 50% do capital social,¹⁹ às quais o estatuto pode garantir algumas das preferências previstas no artigo 17 da LSA. Ressalta-se que existem situações em que se confere direito a voto a ações preferenciais sem direito a voto. Exemplifica-se com o estabelecido no artigo 111, § 1º, que determina que as ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia deixar de pagar dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus no prazo previsto no estatuto (não superior a três exercícios consecutivos).²⁰

Assim, é delegado aos acionistas um poder-dever representado pelo direito de voto que deve ser exercido em convergência com o interesse social. Eventuais práticas abusivas desse direito são vedadas (e são tratadas em item próprio neste trabalho).

No que tange à participação dos acionistas nas assembleias gerais e à manifestação de interesses particulares mediante o exercício do direito de voto, TEIXEIRA e GUERREIRO (1979, p. 286) afirmam

ser o artigo 110 da LSA²¹ principiológico. Um mecanismo de que os acionistas dispõem é a possibilidade de celebração de acordos de acionistas, a fim de fazer prevalecer seus interesses diante da assembleia e de forma que as partes passem a votar em um mesmo sentido para determinada matéria.

Esse tema é especificamente delicado porque determinados acordos prevêem vinculação de voto dos conselheiros de administração. Certamente não se trata de boa prática de governança,²² embora ocorra frequentemente.

Profundamente relacionado aos temas da organização das assembleias e do direito de voto encontra-se o da participação dos acionistas minoritários, cujos direitos devem ser assegurados por um mercado de capitais tendente à recepção e ao desenvolvimento de práticas de governança corporativa.

Desta feita, acionista minoritário é aquele que, por possuir ações em quantidade insuficiente para definir as deliberações societárias, não tem o controle da companhia. Como consequência dessa pequena participação, acaba ocorrendo um esvaziamento das assembleias em grandes companhias; os minoritários se ausentam destas, cientes da ineficácia de seu voto.

Nesse sentido, GUERREIRO (1990) aponta que o exercício do poder de voto nas assembleias gerais brasileiras representa um exercício simulado no qual os controladores dominam amplamente as atividades da companhia.

A fim de impedir o abuso de poder do controlador, a Lei Societária procurou estabelecer princípios mínimos, prevendo medidas tais como: a votação em separado em caso de conflitos de interesses; dividendos mínimos obrigatórios; e direito de retirada em alguns casos.

Apesar da adoção do princípio majoritário no âmbito das deliberações, nosso ordenamento exige quórum qualificado apenas para casos específicos nos quais haja significativa alteração dos direitos dos acionistas ou da estrutura da sociedade.

Assim, companhias que adotam boas práticas de governança corporativa nas quais há a necessidade de publicação de informações com melhor qualidade, em maior quantidade e respeitando os direitos dos minoritários tendem a ser mais bem avaliadas pelo investidor no longo prazo.

3.5. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

O conflito de interesses é visto por muitos como sendo inerente à condição humana em qualquer contexto social, podendo ser tido, inclusive, como verdadeiro pressuposto das relações sociais.

Nesse sentido, ressalta LEÃES (2004, p. 1486):

O conflito entre os vários interesses envolvidos numa empresa é algo natural a ela mesma, já que, a rigor, dar solução ao conflito entre as várias pessoas que nela atuam é a própria função de toda empresa organizada.

A despeito disso, para muitos, a lógica seria outra: os interesses dos acionistas encontrar-se-iam em sintonia no momento de constituição da companhia, mas após sua constituição eles entrariam em colisão, sobretudo em virtude de vontades e posições distintas.

Assim, COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008, p. 55) apontam que, “na verdade, o comportamento cooperativo e o cumprimento de regras éticas entre acionistas é algo absolutamente ínsito ao conceito de sociedade”. Contudo, o conflito deriva do fato de que o cumprimento do comportamento cooperativo não é espontâneo, em razão da existência de estruturas de poder aptas a impedir esses comportamentos e a estimular práticas autointeressadas. O abuso de direito ocorre quando a hierarquia substitui o direito no âmbito de uma companhia. Dessa forma, o abuso, de exceção, passa a ser regra de comportamento e, portanto, comportamento natural e intrínseco à racionalidade de agentes econômicos.

Essa mudança de parâmetros está associada, basicamente, às relações individuais (e não tanto à desigualdade de poder dentro de uma sociedade), uma vez que o indivíduo, ao tomar decisões, se pauta na reputação (boa ou ruim) de cooperação criada pelo outro. A fim de dirimir os conflitos de interesses,²³ a Lei Societária procurou assegurar mais estabilidade jurídica nas relações internas e externas da sociedade, principalmente nos casos de conflitos crônicos.

Sendo assim, o *caput* do artigo 115 da LSA prescreveu que o direito de voto deve ser exercido no interesse da companhia e definiu como sendo voto abusivo aquele exercido com 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 que resulte (ou possa resultar) em prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

No que se refere à interpretação do último item do § 1º do artigo 115,²⁴ a doutrina brasileira divide-se em duas correntes: a primeira entende existir uma orientação genérica para um conflito formal, verificado *ex ante*, pela posição precisa dos envolvidos em determinada relação jurídica (conflito formal); ao passo que a segunda defende a necessidade de análise substancial do voto em questão, a qual seria realizada *ex post* (conflito material) (cf. CUNHA, 2006). Trata-se, em grande parte, de divergência quanto ao momento de verificação do conflito.

Por um lado, os defensores da corrente formalista, dentre eles Carvalhosa e Salomão Filho, argumentam em defesa da tese acerca da ocorrência do conflito formal como advindo das disposições do § 1º do artigo 115.²⁵ Para configurar o conflito — e o impedimento — bastaria a existência de interesses divergentes entre acionista e sociedade, não necessariamente contrapostos.²⁶ Sustentam, ainda, que a criação de exceções à regra geral de impedimento viria confirmar a orientação legal abstrata.

Por outro lado, a corrente da existência de conflito material defende a necessidade de análise substancial do voto. Sendo assim, a existência do conflito deveria ser verificada *a posteriori*, ou seja, mediante a análise de seu conteúdo.²⁷

Existe ainda uma posição teórica intermediária defendida por Comparato que aceita, a depender de situações específicas, o controle do conflito *ex ante* ou *ex post*. Embora a existência de conflito deva ser apreciada concretamente, ocorrerá também impedimento de voto na medida em que o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria estrutura da relação ou do negócio sobre o qual se delibera.

Especificamente quanto às transações com partes relacionadas, a transparência deve ser sempre assegurada de forma a reduzir as assimetrias de informação. Assim, para que as relações e as negociações no mercado, sobretudo aquelas voltadas para a maximização de valor de agentes econômicos, ocorram sem sobressaltos, é importante informar e informar implica transparência (cf. SADDI, 2007).

Teoria consagrada a respeito do tema da transparência de informações é a de COASE (1988), segundo a qual o preço de um ativo varia em função do risco que se pode prever — o que está diretamente

relacionado ao grau de informação que se tem sobre a companhia. Assim, quanto menor o grau de informação de um ativo, maior será o desconhecimento do investidor e, por conseguinte, o risco associado a esse ativo. Como resultado, o preço será, então, mais baixo.

A prestação de informação (*disclosure*) tem como objetivo primordial aumentar a previsibilidade e reduzir a complexidade da descoberta de informações, já que esta incorre em elevados custos de transação. Busca-se, assim, reduzir a assimetria informacional entre os agentes do mercado.²⁸

Depreende-se daí a importância do papel do ente regulador — a CVM —, que é assegurar a ampla informação, garantindo o marco institucional e a igualdade de participação dos agentes. Para tanto, é imprescindível que o regulador busque: (1) reduzir os custos de transação de operações futuras e (2) proteger os minoritários.

3.6. REMUNERAÇÃO DE ACIONISTAS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

O tema “remuneração de acionistas e política de dividendos de uma companhia” tem sido objeto de constante evolução na legislação societária desde o Decreto-Lei 2.627, de 1940.

Segundo OLIVEIRA (2007, p. 308), essa evolução

sempre buscou um equilíbrio entre (i) a necessidade de se proteger o capital social e, conseqüentemente, terceiros credores da sociedade, contra distribuições irregulares com base em dividendos fictícios e (ii) os direitos dos acionistas em perceberem tais valores de maneira justa e sem a influência determinante de uma maioria preocupada em autofinanciar a companhia, ou mesmo, em manter valores retidos de forma discricionária.

Dentre os direitos dos acionistas, o artigo 109²⁹ da Lei Societária define os direitos essenciais como sendo aqueles intangíveis — aos quais a lei pretendeu atribuir a qualidade de serem de ordem pública, irrenunciáveis e inderrogáveis por estatuto ou assembleia. Assim, a lei torna indisponíveis os direitos de participar dos lucros e do acervo em caso de liquidação, de fiscalizar os negócios, de ter preferência na subscrição e de se retirar da sociedade, de forma que eles prevalecerão independentemente das manobras constantes do estatuto ou da assembleia.

A distribuição de dividendos,³⁰ pela qual se dá o direito de o acionista participar dos lucros, deve sempre corresponder a um equilíbrio entre o atendimento ao princípio da intangibilidade do capital social³¹ e ao percentual mínimo normalmente fixado em 25% do lucro líquido (cf. Art. 202, da LSA). O dividendo obrigatório é devido a todos os acionistas, de forma indistinta quanto à classe da ação, seja ela ordinária, seja preferencial.

Ressalta-se, ainda, a relevância do tema em virtude da imputabilidade de responsabilidade solidária dos administradores em face de uma distribuição de dividendos sem a observância das normas legais.³²

Ao tratar do tema, COMPARATO (1990) observa a essencialidade da geração de lucros pela atividade empresarial e da repartição destes entre os que financiaram tal atividade. Assim, o objetivo de lucro é sempre comum aos sócios, de modo que o benefício econômico de uma das partes não resulta da prestação da outra, mas sim da conjugação dos esforços ou dos recursos de todas, levando em consideração o respectivo objetivo social.

A despeito disso, o lucro não é sempre o resultado certo de um negócio, uma vez que, considerando que a assunção dos riscos é comum a todos os envolvidos, o prejuízo pode ser o resultado do empreendimento. Associado ao aqui exposto está também um argumento de ordem econômica relevante: para o mercado, o reinvestimento talvez não seja o mais adequado, principalmente no caso de uma companhia que ainda gera lucros mas com números não mais tão bons. Para o investidor, ao contrário do que ocorre com o controlador, o mais eficiente seria, por exemplo, receber tais dividendos e, posteriormente, realocar seus recursos em outro investimento.³³

3.7. COMPOSIÇÃO DE CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIRETORIA E CUMULAÇÃO DE CARGOS DE DIRETOR-PRESIDENTE E PRESIDENTE DO CONSELHO

Diversos são os mecanismos de alinhamento de interesses que podem ser aplicados à gestão das companhias. Nesse sentido, a pesquisa doutrinária do presente trabalho foca em três aspectos internos de gerência: (1) composição do conselho de administração e da diretoria e cumulação de cargos de diretor-presidente (CEO) e presidente do conselho; (2) comitês do conselho de administração, estatutários ou

não; (3) remuneração dos administradores e políticas de remuneração adotadas pelas companhias.

Segundo SILVEIRA (2010, p. 258), o conselho de administração “é o elo entre os acionistas e a gestão diária das companhias. O órgão tem como grande missão procurar maximizar o valor de longo prazo da companhia, assegurando, assim, aumento sustentável do patrimônio de todos os acionistas”. Esse órgão também é visto como o guardião do sistema de governança de uma companhia pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.³⁴

Levando em consideração essa função primordial, lhe são concedidas duas atribuições fundamentais: (1) decidir sobre as questões principais do negócio, tais como estratégias de investimentos e financiamentos; (2) monitorar a gestão dos executivos em favor dos acionistas, zelando para que o propósito da companhia seja respeitado, ou seja, realizar avaliações de desempenho, ajudar na definição da remuneração e da substituição de executivos e também verificar constantemente os sistemas de controle da companhia.

Considerando essas funções fundamentais para a companhia, a composição do conselho de administração é essencial para o bom desempenho de suas atribuições. É por essa razão que surge a figura do conselheiro independente³⁵ como sendo aquele que estaria mais apto a tomar decisões de modo imparcial, levando em consideração somente o melhor interesse da companhia, uma vez que se define por não possuir qualquer vínculo especial com acionistas que possuam participação acionária relevante ou com outros executivos, isto é, não deter quaisquer relações que possam configurar conflitos de interesses. Além do conselheiro independente, existe ainda o conselheiro externo, que não possui vínculo atual com a companhia mas não é considerado independente.³⁶

De forma geral, os manuais e os códigos de boas práticas de governança corporativa recomendam que o conselho de administração seja composto somente por conselheiros independentes ou externos, uma vez que estes possuem menos chances de terem suas decisões “capturadas” por partes interessadas. Além disso, conselheiros independentes e externos conseguiriam proteger melhor os acionistas minoritários de eventuais abusos gerados por tais conflitos de interesses.

Quanto ao relacionamento entre os conselheiros e os acionistas que os elegeram, trabalhos científicos tais como o de MILGRAM (1963)³⁷

sugerem que o conselheiro tem sentimentos positivos quando age com lealdade àquele que o elegeu (controlador, por exemplo, ou presidente, no caso de companhias norte-americanas). Por tal razão, muitos doutrinadores afirmam que a figura do conselheiro independente não seria eficaz em seu objetivo de tornar as decisões do conselho mais imparciais, visto que ele também acabaria por ceder aos interesses do controlador que o elegeu ou do diretor-presidente.

No que tange à composição da diretoria, as boas práticas de governança corporativa recomendam que o diretor-presidente não ocupe o cargo de presidente do conselho de administração, visto que a concentração de poder nas mãos de um administrador (que tem a função de fiscalizar o outro) pode acarretar prejuízos na supervisão da gestão da companhia.

Seguindo tal recomendação, os regulamentos especiais de listagem Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 da BM&FBovespa vedam a acumulação de cargos para as companhias listadas, havendo uma carência de três anos contados a partir da adesão da companhia ao segmento.

Todavia, CAMARGOS (2006) verificou, em pesquisa realizada em 2004, que cerca de 40% das 161 companhias abertas com maior liquidez na então Bovespa tinham a mesma pessoa ocupando os cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente, o que contraria a recomendação de diversas cartilhas de governança corporativa. No entanto, surpreendentemente tais companhias apresentavam boa cotação na bolsa e a princípio não parecia haver desconto no preço da ação. Dessa forma, resta questionamento relevante sobre o fato de ser efetivamente avaliada negativamente pelo investidor brasileiro a cumulação de cargos de presidente do conselho e diretor-presidente.

3.8. COMITÊS DE ACESSORAMENTO DO CONSELHO

Para auxiliar o conselho de administração, os códigos de governança recomendam a constituição de comitês de assessoramento, os quais teriam duas características fundamentais: (1) não seriam deliberativos, ou seja, apenas fariam recomendações; e (2) seriam compostos exclusivamente por conselheiros que, idealmente, seriam independentes.

O fundamento para a criação de comitês de assessoramento é proporcionar a análise de temas mais específicos e, com isso, assegurar que a decisão tomada pelo conselho de administração seja mais bem debatida, mais técnica e, conseqüentemente melhor para a companhia.

Melhores decisões tenderiam a vir em decorrência da especialização dos membros de cada comitê, do maior interesse por temas específicos e debates aprofundados e de maior disponibilidade de tempo dos membros dos comitês de assessoramento do conselho para se debruçarem sobre certas matérias.

Os comitês de assessoramento podem ser constituídos por força do estatuto e, sendo assim, têm as mesmas responsabilidades de administradores como conselheiros, diretores e conselheiros fiscais.³⁸ Eles também podem ser criados por decisão da assembleia ou até serem informais, sendo considerados comitês não estatutários.

3.9. REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES E POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO

A remuneração de administradores é questão de grande importância no que diz respeito às boas práticas de governança. A LSA brasileira, em seu artigo 152, encarrega a assembleia geral de fixar o montante de remuneração concedido aos administradores, levando em consideração a questão ressaltada por RIZZARDO (2009, p. 540):

Costuma-se conceder benefícios indiretos aos administradores, desde que permitidos no estatuto, sendo exemplos a moradia, o uso de veículos para fins pessoais, viagens de passeio, plano de assistência de saúde, verba de representação. Inconcebível que fique a cargo da diretoria ou dos conselheiros decidir a respeito, porquanto a faculdade ensejaria abusos e formas de desvio de valores.

De forma a mitigar os conflitos de interesse entre acionistas e executivos, CARMO e SILVEIRA (2011, p. 174) ressaltam que:

Na modelagem da remuneração dos administradores, consoante as preferências dos próprios acionistas, podem ser incluídos elementos capazes de mitigar os conflitos de interesse, influenciar o horizonte temporal das decisões, e induzir comportamentos de maior propensão ou aversão a riscos.

Portanto, existem diversas formas de remuneração de administradores,³⁹ as quais se dividem basicamente em dois componentes: o fixo

e o variável. O componente fixo (salários ou *pro labore*) tem a finalidade de dar ao administrador a percepção de possuir rendimentos mais estáveis e menos influenciados por fatores macroeconômicos ou que não estejam sob seu controle, enquanto o componente variável (bônus, opção de compras de ações e ações) visa a estimular que o administrador não se acomode no exercício de suas funções, isto é, a evitar que, devido ao componente fixo, o administrador não tenha mais incentivos para continuar perseguindo as metas para o crescimento da companhia.

Além de importante, o tema “remuneração de administradores” se tornou um problema quando se refere a remunerações excessivas, pois segundo diversas pesquisas⁴⁰ esse problema está relacionado a práticas de governança ruins. Para autores como LLEWELLYN (2004), a remuneração excessiva demonstra que os administradores estão influenciando os acionistas de modo que estes lhes concedam pagamentos cada vez maiores, ainda que o crescimento da companhia não tenha sido comparativamente tão alto — o que seria um indício de que as práticas de boa governança não estão adequadas.

Para outros autores, essa não é a questão central do problema de remuneração de administradores. JENSEN e MURPHY (1990) ressaltam que o importante não é o valor efetivamente pago ao diretor-presidente, mas a forma como é realizado o pagamento. Deve-se considerar que um dos efeitos da remuneração variável baseada em resultados de curto prazo é a indução dos administradores a incorrer em mais riscos em busca de retornos mais altos no curto prazo, enquanto a remuneração fixa os incentiva a não tomarem riscos, já que há a certeza de recebimento. Portanto, é necessário que se faça a ponderação entre os interesses dos acionistas quanto ao futuro desejado para a companhia e os métodos que geram melhores incentivos aos administradores em relação a esses resultados desejados.

Ressalta-se, ainda, que atualmente há um movimento com vistas à divulgação da remuneração dos executivos, pois, como detectado por BEBCHUK e FRIED (2003), dado que o desenho dos métodos de remuneração é influenciado pela percepção que terceiros possuem deste, os administradores tendem a camuflar o pagamento excessivo.⁴¹ Nesse sentido, a transparência das informações quanto à remuneração é cada vez mais relevante.

3.10. PRÁTICAS CONTÁBEIS INTERNACIONAIS

As práticas contábeis têm assumido importância maior no mercado cada vez mais globalizado. O assunto é de significativa importância para o mercado de capitais, na medida em que trata da busca por padronização de informações contábeis em escala mundial, a fim de facilitar investimentos internacionais, aumentando, assim, a eficiência do mercado com a redução dos custos de captação de recursos.⁴²

Os primeiros esforços no sentido dessa padronização vieram com a criação do International Accounting Standards Committee (IASC), que se tornou International Accounting Standards Board (IASB) em 2001 e passou a editar normas com a finalidade de padronizar informações financeiras de companhias abertas.⁴³ Em 2005, as normas passaram a receber o nome de International Financial Reporting Standards (IFRS) e já em 2008 foram adotadas por 80 países. Também foi criado o Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements (“the Framework”).⁴⁴

A necessidade da adequação a padrões internacionais já podia ser sentida no Brasil quando surgiu o Projeto de Lei 3.741 em 2000, que pressionava por mudanças legislativas a fim de que o país se tornasse adepto de tais práticas.⁴⁵ Em 2007, o Projeto de Lei 3.741 tornou-se realidade com a aprovação da Lei 11.638, que modificou o artigo 177, § 5º, da LSA, passando a ter a seguinte redação:

§5º As normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários a que se refere o § 3o deste artigo deverão ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários.

Também no ano de 2007, a CVM divulgou a Instrução Normativa 457, que impôs às companhias abertas o dever de apresentar suas demonstrações financeiras de acordo com IFRS a partir do ano de 2010. Em 2010, emitiu-se nova instrução normativa, a 485, alterando a anterior e atribuindo a obrigatoriedade de seguir os padrões emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

Vale atentar para os reais motivos da adoção dos padrões internacionais. Segundo CARDOSO (2008, p. 4), a contabilidade é “a set of mechanisms dedicated to reduce information asymmetric, to help in

designing incentives structures and signaling them, and to develop performance measurement process and models”.

Tal redução da assimetria de informações é preceito básico em qualquer mercado de capitais que se julgue minimamente eficiente e desenvolvido, sendo desde já um conceito esclarecedor das motivações à padronização contábil.⁴⁶

Para PADOVEZE *et al.* (2012), seis motivos justificam ser extremamente necessária a harmonização das práticas contábeis, a saber:

- (1) melhora e aumenta a transparência, compreensão e comparabilidade das informações divulgadas no mercado;
- (2) reduz custos de elaboração, divulgação e auditoria;
- (3) elimina significativamente as diferenças em resultados gerados pelo reconhecimento contábil das operações a partir de um único conjunto de normas;
- (4) viabiliza investimentos diretos estrangeiros e o fluxo de capitais internacionais;
- (5) facilita e simplifica o processo de consolidação das demonstrações financeiras; e
- (6) melhora a comunicação da empresa com seus investidores.

Portanto, no intuito de evitar anomalias tais como resultados distorcidos e desconfiança do investidor,⁴⁷ a Lei 11.638, de 2007, trouxe diversas mudanças.⁴⁸ Vale ressaltar que o IFRS é baseado em princípios, e não em regras, o que delega a contadores e auditores mais responsabilidade quanto às decisões durante as elaborações das demonstrações financeiras.⁴⁹

Isso implica dizer que os contadores passaram a ser tomadores de decisões, e essa maior delegação de poderes requer preparo para lidar com situações multidisciplinares e inéditas na prática brasileira, o que pode, eventualmente, ser um problema à convergência de fato do Brasil aos padrões internacionais.⁵⁰

Foram percebidos benefícios na adoção desse padrão no Brasil, tal como uma maior integração da área contábil na área operacional das companhias.⁵¹ Essa obrigatoriedade exige que a área contábil entenda do negócio da companhia para poder avaliar seus ativos de maneira adequada. Além disso, a padronização contábil também ajuda a avaliação das companhias (*valuation*), já que permite comparar companhias brasileiras com estrangeiras.

Dessa forma, em termos de governança corporativa, as mudanças ocorridas no país facilitam o entendimento das demonstrações financeiras por possíveis investidores estrangeiros, diminuindo a assimetria informacional e concorrendo para uma maior propensão ao investimento, principalmente estrangeiro. Ademais, essas mudanças efetivamente inseriram o Brasil na agenda econômica mundial no que se refere à adoção de práticas contábeis internacionais.

3.II. POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

É importante frisar a relevância do tema “política de divulgação de informações”, uma vez que trata do direito à informação, indispensável para que os acionistas exerçam o poder de fiscalização sobre a gestão dos negócios das companhias abertas e de tomada de decisão no momento de seus investimentos.⁵² Nas palavras de ADAMEK (2009, p. 171) “a informação é indispensável para que os acionistas possam manifestar-se com conhecimento de causa”. Na mesma linha, o diretor Eli Loria, em decisão da CVM no Processo RJ-12818/2003⁵³, afirma que:

A transparência é um dos pilares do mercado de valores mobiliários, e, conforme já mencionado, é função institucional desta autarquia zelar para que o público investidor disponha de todas as informações necessárias para formar sua convicção, de modo consciente, a respeito de determinado investimento.

Esse dever de informar das companhias está previsto no artigo 157 da LSA,⁵⁴ o que implica dizer que a pretendida transparência resultante dessa prescrição legal se apresenta como um dos pilares do mercado de valores mobiliários. Por outro lado, sua limitação encontra-se fundada no dever de sigilo dos administradores contra fatos que, se divulgados, possam prejudicar a própria companhia, conforme § 5º do mesmo dispositivo.

Do exposto, tem-se que o dever de informar concretiza-se de duas formas: a primeira, por meio da prestação de informações aos acionistas (via termo de posse dos administradores e revelações à Assembleia Geral Ordinária, “AGO”); e a segunda, por meio da divulgação de fatos relevantes aos investidores.⁵⁵ É importante notar que a informação é dirigida não só aos acionistas, mas também a todo o mercado, dado que dentro dele se encontram potenciais investidores. Segundo EIZIRIK *et al.* (2011,

p. 450), “tal dever de ‘*disclosure*’ existe com relação à própria companhia e seus acionistas minoritários e, no caso da companhia aberta, com relação ao mercado e investidores em geral”.

Portanto, para que o mercado detenha melhores condições de avaliar e fiscalizar a gestão das companhias nele presentes, faz-se mister que a política de divulgação de informações seja abrangente em conformidade com a lei e sob a supervisão de uma autarquia reguladora tal como a CVM.⁵⁶

Esse tema tem relevância prática ímpar para a presente pesquisa na medida em que ficam claramente visíveis as mudanças ocorridas ao longo dos últimos cinco anos, especialmente no que tange à quantidade e à qualidade de informações divulgadas ao mercado já no prospecto de abertura de capital das companhias, conforme poderá ser observado na parte empírica deste trabalho. Por fim, apesar de o dever de informar já ser previsto na Lei Societária há muito tempo, nunca teve sua abrangência plenamente definida, cabendo sempre ao órgão regulador impor seu alcance.

O modo pelo qual se gera a prestação de informações no Brasil é assunto que deve ser mais bem compreendido em estudos futuros, mas que, aparentemente — e de acordo com a verificação da evolução do *disclosure* de companhias durante os cinco anos compreendidos por este estudo —, depende exclusivamente de prescrição legal que impõe obrigação de prestação de informações para que tal ato ou fato seja divulgado, nunca da livre vontade das companhias.

3.12. BANCO COORDENADOR E AUDITORES

A começar pelos bancos coordenadores, faz-se necessário esclarecer que, para realizar a emissão pública dos seus valores mobiliários, uma companhia deve obter a autorização prévia da CVM e buscar serviços de intermediação de uma instituição financeira, sob pena de ser caracterizada uma infração grave pelo artigo 59, §1º, da Instrução Normativa CVM 400, de 2003.

Essa intermediação financeira é denominada “*underwriting*” e visa a distribuir os valores mobiliários no mercado. Seu principal papel é diminuir a assimetria informacional entre companhia emissora e possíveis investidores.⁵⁷ Nas palavras de EIZIRIK *et al.* (2011, p. 165):

A função econômica fundamental do *underwriter* é a de servir como um elo de aproximação entre a empresa que emite

publicamente os títulos e os investidores, prestando assessoria à companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários.

A redução da assimetria informacional ocorre por meio de processo de *due diligence* acerca da veracidade e da consistência de todas as informações prestadas pela companhia, tornando o banco coordenador corresponsável pelas informações divulgadas.⁵⁸

O artigo 37 da Instrução Normativa CVM 400, de 2003, contém uma lista de deveres dos bancos coordenadores, tais como: (1) avaliar a viabilidade da distribuição e suas condições; (2) solicitar o registro da oferta e assessorar o emissor em todas as etapas da distribuição; (3) participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do prospecto e na verificação da consistência, da qualidade e da suficiência das informações nele constantes; e (4) acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta. Além disso, vale ressaltar que o banco fica responsável por realizar o processo de formação do preço da oferta e a apresentação ao mercado (*roadshow*).

Uma operação tal como a de abertura de capital é coberta por riscos que devem ser devidamente alocados por meio do contrato entre banco e companhia emissora. Para EIZIRIK *et al.* (2011, p. 165),⁵⁹ existem três principais riscos em uma emissão: (1) o risco de espera, (2) o risco de precificação e (3) o risco de distribuição. Afirmam os autores que, por meio do *underwriting*, a companhia emissora só assume o risco de espera, ao passo que os bancos coordenadores assumem os demais.

Em seu assessoramento às companhias, o *underwriter* realiza estudo de viabilidade da distribuição, analisando a companhia e as condições do mercado, e realiza a montagem da operação, na qual o volume de títulos, as condições de liquidez e a possibilidade de absorção pelos investidores são avaliados.

Os bancos também assessoram as companhias na realização das assembleias gerais e das reuniões de conselho de administração, no registro perante o regulador e no *marketing* da operação — por exemplo, na elaboração do prospecto e na divulgação publicitária.⁶⁰

Portanto, a condução de todo o processo de abertura de capital de uma companhia ou de emissão de quaisquer valores mobiliários é acompanhada de perto pelo banco coordenador da oferta. Esse

acompanhamento é formalizado por meio de um contrato de *underwriting*, o que pode ser feito tanto por meio de uma cláusula de “garantia firme” de colocação dos valores mobiliários no mercado quanto por meio de “melhores esforços”.⁶¹ A relevância de uma cláusula dessas no contrato é reconhecida pela doutrina por influenciar a atitude dos investidores ante a operação quando se leva em conta a reputação do banco coordenador no mercado:

De fato, o investidor, ao tomar conhecimento que um banco de sólida reputação prestou garantia firme em determinada emissão pública de valores mobiliários, levará tal informação em conta, como um fator importante para a decisão de adquirir tais títulos.⁶²

No que tange ao papel dos auditores nas ofertas públicas iniciais, eles tanto apresentam um papel informacional, pois visam a diminuir a assimetria informacional existente entre companhias e investidores, quanto de certa forma “asseguram” a veracidade das informações, uma vez que podem ser responsabilizados caso existam falhas no processo de auditoria. Nesse caso, a informação em tela é a contábil, que é divulgada via demonstrações financeiras.⁶³

Nesse sentido, a Instrução Normativa CVM 308, de 1999, deixa claro que a função da auditoria é atestar a veracidade e a qualidade das demonstrações financeiras da companhia emissora, a fim de que tais dados possam ser utilizados para minimizar a assimetria informacional entre emissor e investidor, podendo este confiar nas informações que darão base para suas decisões.

A auditoria também oferece ao banco coordenador uma “*comfort letter*”, assegurando a veracidade das demonstrações financeiras fornecidas pela companhia e auxiliando-o no processo de *due diligence*. Além disso, podem os auditores prestar outros serviços, como a assessoria estratégica no planejamento da operação, a orientação quanto a questões contábeis e tributárias e o auxílio em relação a exigências do regulador.

Por fim, percebe-se que auditores e bancos coordenadores estão fortemente ligados a um papel informacional durante todo o processo de abertura de capital de uma companhia.

4. PESQUISA EMPÍRICA

Os dados foram coletados mediante o uso de fontes secundárias de forma a abordar questões como: ano de fundação, receita líquida operacional, segmento de listagem na BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e BovespaMais), listagem no exterior, natureza da oferta, retorno dos ativos, realização de reorganização societária (e contestação de minoritários às reorganizações ao regulador), existência de processos administrativos sancionadores, percentual de *free float*, emissão de ações preferenciais, política de dividendos, tipo e estrutura de controle acionário, existência ou não de regras de conduta, políticas referentes a conflitos de interesses e transações com partes relacionadas, estrutura organizacional de governança (composição e remuneração do conselho de administração, existência de comitês e conselho fiscal), previsão de *tag along*, existência de *poison pills*, remuneração dos executivos, adesão aos padrões contábeis internacionais (IFRS), banco coordenador, auditores e sua remuneração.

4.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA

Não foi necessário selecionar amostra, uma vez que se analisou toda a população de companhias (96, no total) que realizaram oferta pública inicial de ações na BM&FBovespa durante os cinco anos estudados (entre 2007 e 2011).

Dessas 96 companhias, 64 realizaram seu IPO em 2007, enquanto as 32 restantes abriram seu capital entre os anos de 2008 e 2011, ou seja, durante ou após a crise financeira norte-americana: quatro em 2008, seis em 2009, 11 em 2010 e 11 em 2011.

4.2. COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi realizada nos meses de janeiro, fevereiro e março de 2013 por meio de diversas fontes.

A fonte primordial de pesquisa foi o prospecto de distribuição pública das companhias (encontrado tanto no *website* da Comissão de Valores Mobiliários como nos próprios *websites* das companhias). Além disso, de forma subsidiária, foram utilizados documentos e informações disponibilizados pela CVM e pela BM&FBovespa referentes às companhias analisadas, dados da Economia acerca de preço das ações no período estudado e notícias veiculadas pela mídia

especializada, tais como a revista *Capital Aberto*, o jornal *Valor Econômico* e a revista *Exame*.

4.3. FORMA DE CÁLCULO

Os cálculos desta pesquisa foram realizados, na maior parte dos critérios avaliados, atribuindo-se o valor de 1 ou 0 a cada um deles, sendo 1 correspondente a respostas positivas (indicando, portanto, a presença do item avaliado) e 0 a respostas negativas (indicando a inexistência do item avaliado em cada companhia), o que configura, portanto, um sistema binário de avaliação. Exemplificando: se a companhia possuísse cláusula de *tag along* para as ações ordinárias, a resposta deveria ser igual a 1; caso contrário, a 0.

Para a coleta de dados de outros critérios (por exemplo, os dados sobre a receita líquida operacional das companhias, os retornos da ação e a remuneração de administradores), optou-se pela forma nominal.

Para analisar os dados obtidos foi necessário variar os tipos de cálculo, uma vez que em cada tópico estudado buscou-se utilizar a melhor ótica de avaliação possível.

Um dos cálculos primordialmente utilizados para a análise de cada questão foi a média aritmética simples, na qual se somavam as informações específicas de cada companhia com relação a uma pergunta específica explicitada na pesquisa empírica quantitativa para, então, dividir o resultado dessa soma por 96, que é o número total de companhias analisadas no período. Seu cálculo pode ser feito da seguinte forma:

$$\text{MÉDIA SIMPLES} = \frac{\text{SOMA DE X}}{96}$$

* Sendo x = informações específicas das companhias.

Também foi necessária a utilização de cálculos que melhor mapeassem a situação de cada companhia analisada, mesmo diante de dados muito discrepantes, os quais são comuns em uma população ampla. O presente trabalho não se pautou apenas em cálculos de média, mínima e máxima, mas também em mediana, percentis e desvio-padrão. Os

percentis dividem o conjunto de dados em 100 partes iguais. Seu cálculo pode ser feito da seguinte forma:

$$\text{PERCENTIL DO VALOR} = \frac{\text{NÚMERO DE VALORES INFERIORES A X}}{\text{NÚMERO TOTAL DE VALORES}} \times 100$$

* Sendo x = soma dos dados coletados para cada critério.

A mediana, por sua vez, equivale ao percentil 50, significando que, dentre uma amostra dividida por ordem crescente dos dados em 100 partes, o número que se encontra na 50ª posição era, então, separado dos demais. Os dados das medianas são extremamente importantes para se avaliar as questões referentes à remuneração dos administradores, por exemplo, uma vez que permite que os extremos (mínimo e máximo) sejam desconsiderados. Assim, obtém-se um resultado menos influenciado pelos extremos, que podem ser exceções na população. A mediana pode ser calculada da seguinte forma:

Se a série dada possuir um número ímpar de termos, o valor mediano será o termo de ordem dado por:

$$\text{MEDIANA} = \frac{(n+1)}{2}$$

Se possuir um número par de termos:

$$\text{MEDIANA} = \frac{\left[\left(\frac{n}{2}\right) + \left(\frac{n}{2} + 1\right)\right]}{2}$$

*Sendo n = soma dos dados coletados para cada critério.

Além das formas de cálculo mencionadas, efetuou-se, também, a

comparação dos resultados obtidos ano a ano e por período, qual seja: de 2007 a 2011.

5. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE I

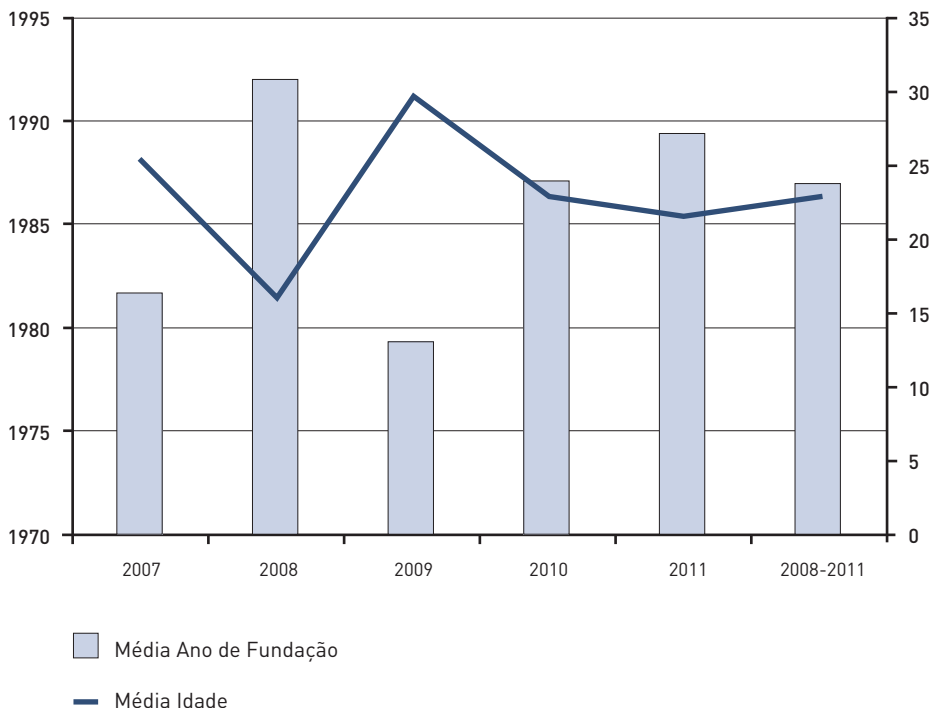
A análise dos dados coletados nessa primeira parte do relatório de pesquisa empírica foi realizada por Caio Siemionko,⁶⁴ que descreve e analisa os resultados relacionados ao tipo da oferta e suas características, ao tipo de companhia e suas características e ao desempenho das ações.

Trata-se dos seguintes quesitos: (1) ano de fundação e idade das companhias na ocasião da oferta pública inicial; (2) receita líquida operacional (no último exercício antes do IPO); (3) tipo de oferta; (4) setor de atuação das companhias; (5) listagem no exterior; (6) divulgação de projeção de lucros no prospecto; (7) preço da ação no prospecto; (8) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com o IFRS; (9) planejamento de adequação ao IFRS; (10) relacionamento entre companhias e banco coordenador; (11) remuneração dos bancos coordenadores; (12) relacionamento entre companhias e auditores e gastos anuais com auditoria independente; (13) ressalva nos pareceres de auditoria; e (14) retorno das ações.

5.1. ANO DE FUNDAÇÃO E IDADE DAS COMPANHIAS EM SEUS IPOs

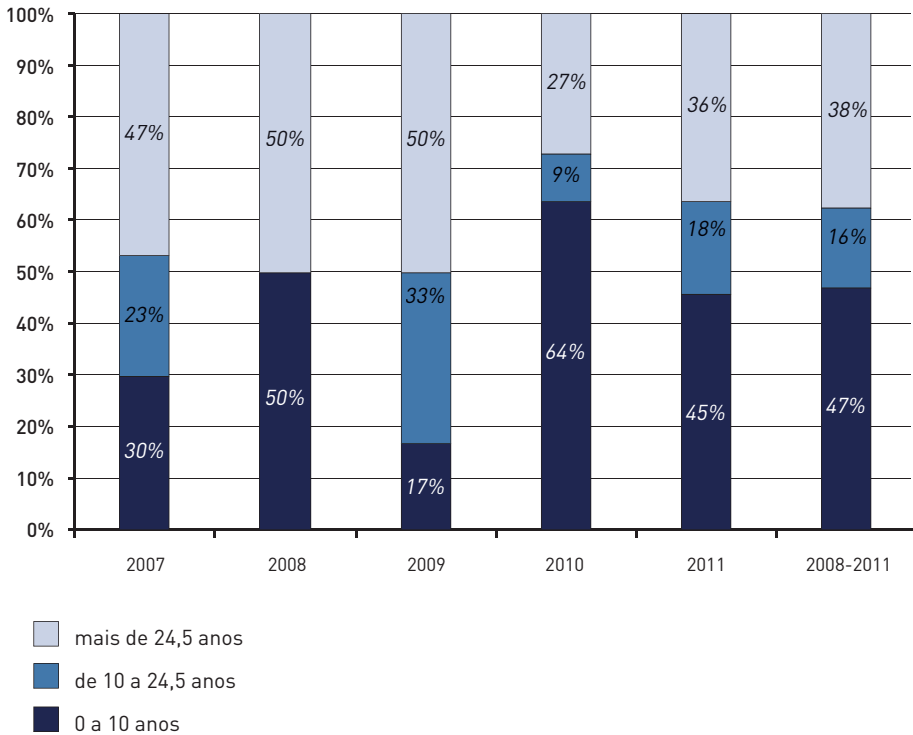
Para o período analisado, a média do ano de fundação das companhias foi 1983, totalizando uma média de idade de 24,5 anos quando realizada a abertura de capital.

GRÁFICO I: MÉDIA DO ANO DE FUNDAÇÃO E MÉDIA DE IDADE DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPOs DE 2007 A 2011



É válido ressaltar que, no ano de 2007, 70% das companhias possuíam mais de 10 anos de idade e que, das 64 companhias que abriram capital, 47% possuíam idade acima da média de 24,5 anos de existência. Já nos anos seguintes, de 2008 a 2011, o percentual de companhias com mais de 10 anos caiu para 54%. De uma forma geral, os anos de 2010 e 2011 foram os que apresentaram companhias com as menores idades dentre todo o período pesquisado.⁶⁵

GRÁFICO 2: IDADE DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPOs DE 2007 A 2011



Pode-se depreender que esses dados refutam a hipótese de que grande parte das companhias que abriam capital na bolsa antes da crise financeira de 2008 era composta por “novatas” que estariam “aproveitando” o bom momento no mercado de capitais.⁶⁶

5.2. RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL (NO ÚLTIMO EXERCÍCIO ANTES DO IPO)

Foi analisada a receita líquida operacional média das companhias pesquisadas no período. A média da receita líquida operacional de dois anos em especial saltou aos olhos: a menor média foi em 2008, com R\$ 72.468.000,00, enquanto a maior média foi em 2009, com R\$ 4.719.138.000,00. A tabela 1, a seguir, mostra o resumo das médias de receita líquida operacional por ano:

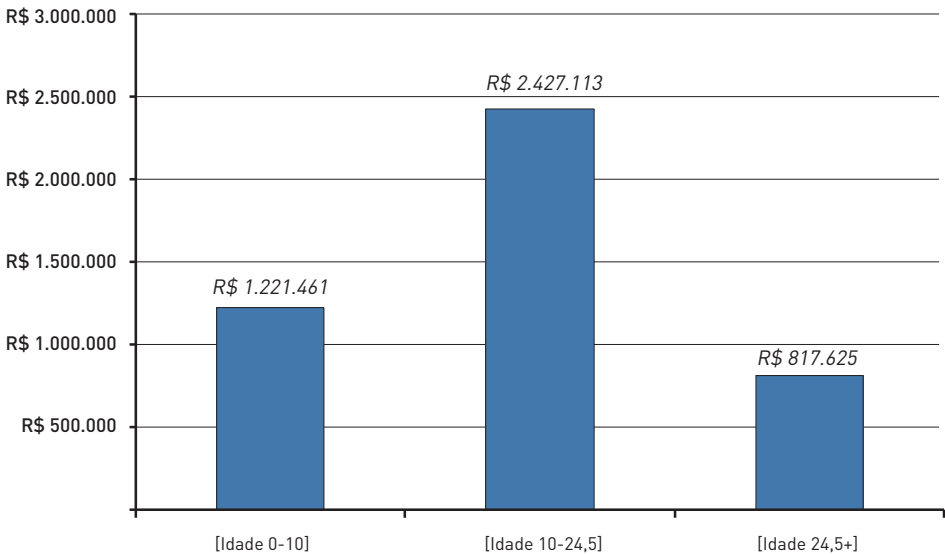
TABELA I: MÉDIA DAS RECEITAS LÍQUIDAS OPERACIONAIS DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM OFERTA PÚBLICA INICIAL NOS ANOS DE 2007 A 2011

MÉDIA 2007	R\$ 653.322.255,58
MÉDIA 2008	R\$ 72.468.000,00
MÉDIA 2009	R\$ 4.719.138.000,00
MÉDIA 2010	R\$ 2.069.780.909,09
MÉDIA 2011	R\$ 2.554.275.454,55
MÉDIA DOS ANOS DE 2008 A 2011	R\$ 2.483.416.250,00

Como 66% das companhias pesquisadas abriram capital em 2007, esse grande número, em comparação com os dos outros anos, poderia enviesar os resultados. Por isso, optou-se por observar o resultado das medianas: em 2007 a mediana da receita líquida operacional foi de R\$ 160.792.000,00, ao passo que entre 2008 e 2011 o valor subiu para R\$ 461.132.000,00.

Esses dados apontam que, após o ano de 2007, companhias maiores (em geral) passaram pelo processo de abertura de capital. No entanto, em conformidade com o apresentado no item anterior (referente à idade das companhias na ocasião de seus IPOs), o tamanho da companhia (medido em termos de receita líquida operacional) não parece ter relação com a sua idade.

GRÁFICO 3: RELAÇÃO DA MÉDIA DE IDADE DAS COMPANHIAS E DA MÉDIA DA RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL (EM R\$ MIL)

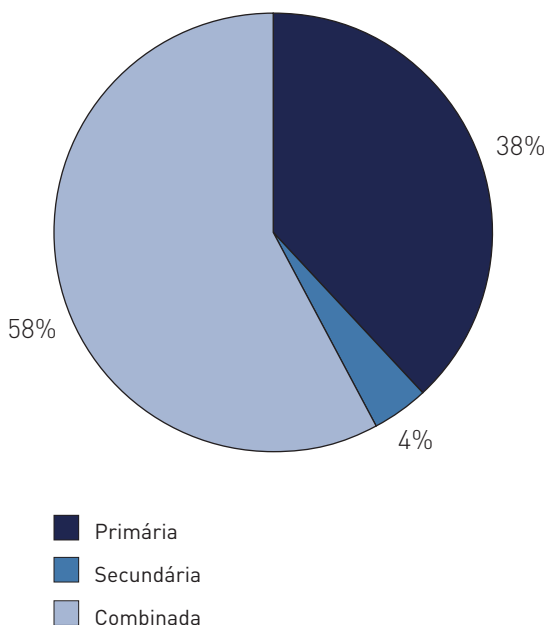


Isso quer dizer que, após a crise de 2008, as companhias que realizaram oferta pública inicial eram, em geral, mais robustas em termos financeiros, mas não necessariamente mais antigas.

5.3. TIPO DE OFERTA

As ofertas passíveis de análise são de três tipos: primárias, secundárias ou combinadas. Nas ofertas primárias, novas ações da companhia são emitidas para os investidores; nas secundárias, emitem-se para o mercado ações já existentes da companhia; e, nas ofertas combinadas, realiza-se a oferta de novas ações e de ações existentes.

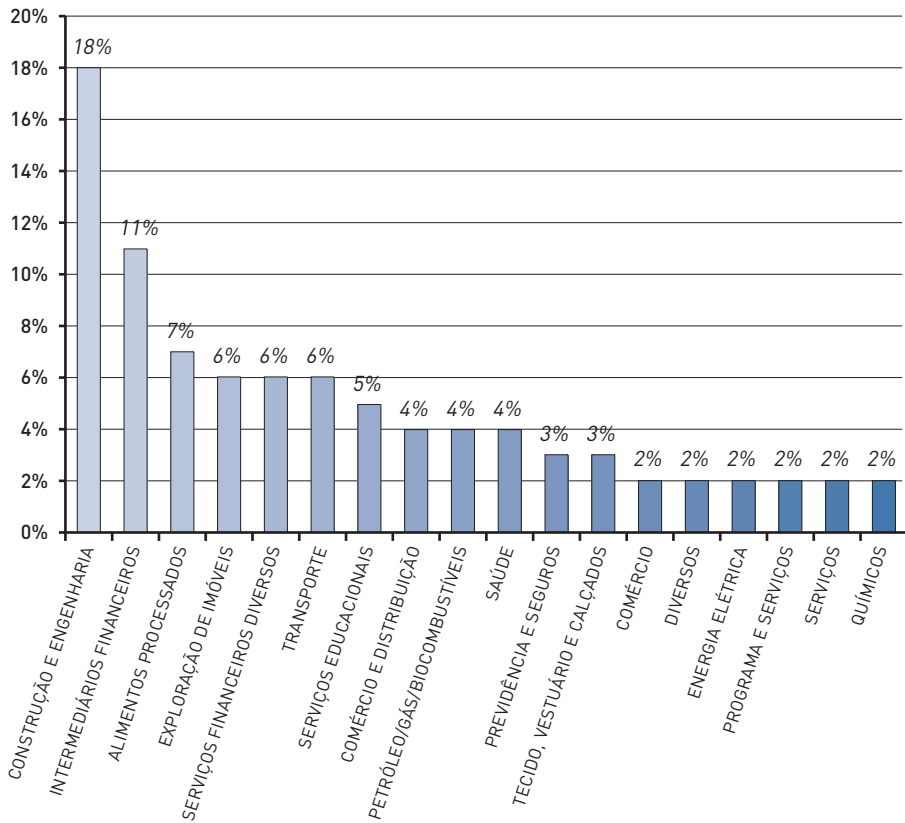
No período pesquisado, houve a predominância das ofertas combinadas, realizadas em 58% dos IPOs, seguidas das ofertas primárias, com 38%.

GRÁFICO 4: TIPOS DE OFERTA DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO ENTRE 2007 E 2011**5.4. SETOR DE ATUAÇÃO DAS COMPANHIAS**

Os setores de atuação das companhias foram classificados de acordo com a divisão subsetorial de 26 tipos estabelecida pela BM&FBovespa e disponível em seu *website*.⁶⁷

Destacam-se, sobretudo, os setores de construção e engenharia, que representam 18% da população de companhias, e de intermediários financeiros, que representam 11%. Companhias do setor de alimentos processados representam 7%, ao passo que companhias de setores como exploração de imóveis, serviços financeiros diversos e transporte representam 6% dos IPOs. Os demais setores representam 5% ou menos das companhias durante o período de 2007 a 2011.

GRÁFICO 5: SETORES DE ATUAÇÃO DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO ENTRE 2007 E 2011



Percebe-se que houve um movimento de abertura de capital por parte de (1) companhias relacionadas ao ramo imobiliário (“construção e engenharia” e “exploração de imóveis”, que, juntos, representam 24% dos IPOs no período) e de (2) companhias relacionadas ao mercado financeiro (“intermediários financeiros” e “serviços financeiros diversos”, que, juntos, representam 17% dos IPOs).⁶⁸

Vale ressaltar que algumas das companhias desses setores que realizaram oferta pública no período apresentaram problemas, tais como: Banco Cruzeiro do Sul (cuja falência foi decretada em 2012), Construtora Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário (que passou por um processo de fechamento de capital em 2012) e Banco Panamericano (que provavelmente teria ido à falência se a Caixa Econômica

Federal não tivesse se tornado acionista relevante em 2009 e se o Banco BTG Pactual não tivesse adquirido seu controle em 2011).

5.5. LISTAGEM NO EXTERIOR

As teorias que envolvem a listagem de companhias no exterior evidenciam dois possíveis aspectos: um positivo, que demonstra a vontade de investidores internacionais de financiar companhias nacionais devido ao ambiente mercadológico interno; e outro negativo, que indica que essas companhias — em especial, as maiores — realizam listagens no exterior em resposta a um fraco mercado de capitais interno que não supre sua necessidade de financiamento.

Os dados mostram que, das 96 companhias que realizaram oferta pública inicial entre 2007 e 2011, apenas 2,2% realizaram oferta pública no exterior. Assim, o baixo número de companhias listadas em bolsas de valores no exterior, dentre as 96 companhias pesquisadas, pode ser indício de que (1) o mercado de capitais brasileiro está desenvolvido o suficiente em termos de necessidade de financiamento das companhias aqui listadas; (2) o financiamento proporcionado às companhias brasileiras pela Bolsa não seria suficiente, mas as companhias teriam outras fontes de financiamento e não precisariam buscar financiamento em mercados no exterior; ou (3) as companhias brasileiras que abriram capital entre 2007 e 2011 não possuíam porte nem condições suficientes para uma listagem em país estrangeiro.

5.6. DIVULGAÇÃO DE PROJEÇÃO DE LUCROS NO PROSPECTO

A divulgação de projeção de lucros é informação relevante para os investidores. Contudo, a análise dos dados dos prospectos de oferta pública mostra que apenas 2,1% das companhias que realizaram oferta pública inicial entre 2007 e 2011 apresentaram projeção de lucros no prospecto.

5.7. PREÇO DA AÇÃO NO PROSPECTO

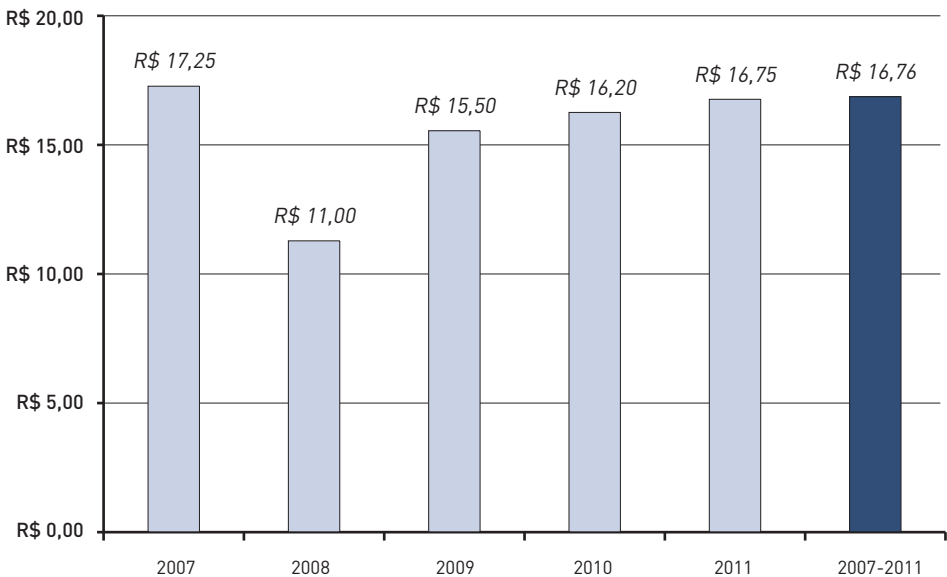
Os prospectos definitivos de oferta pública de ações trazem o preço da ação a ser ofertada no mercado, valor esse elaborado pela companhia em conjunto com os bancos coordenadores da oferta.

Para o período analisado, a média do preço da ação nos prospectos foi de R\$ 62,81. Nota-se, no entanto, a presença de *outliers*, ou seja, dados muito discrepantes dos demais. Nesse caso, podem ser considerados

como *outliers* os preços de ação no prospecto com valor superior a R\$ 1.000,00. Quando se desconsideram os *outliers*, encontra-se uma média de R\$ 16,76 para os preços das ações nos prospectos.

Curiosamente, o ano de 2008 apresentou a maior média de preço da ação (R\$ 291,00) e também a menor média, quando se desconsideram os *outliers*.

GRÁFICO 6: MÉDIA DO PREÇO DA AÇÃO NOS PROSPECTOS DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPOs NOS ANOS DE 2007 A 2011 (SEM OUTLIERS)



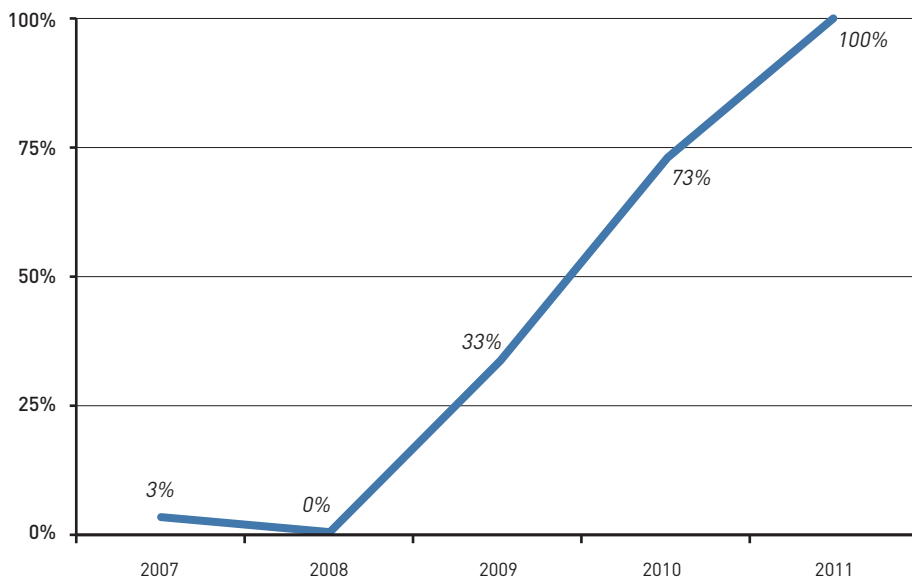
5.8. DIVULGAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE ACORDO COM O IFRS

Durante o período pesquisado, verificou-se que apenas 24% das companhias divulgavam suas demonstrações financeiras em padrão IFRS no momento da abertura de capital. Contudo, faz-se a ressalva de que, a partir de 2011, 100% das companhias que realizaram oferta pública inicial já divulgavam os resultados do exercício anterior nesse padrão.

Isso porque, com a aprovação da Lei 11.638, de 2007, e a edição da Instrução Normativa CVM 457, de 2007 (alterada pela Instrução

Normativa CVM 485 em 2010), as companhias de capital aberto brasileiras deveriam passar a adotar o padrão internacional a partir do exercício de 2010.

GRÁFICO 7: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO EM PADRÃO IFRS (DE 2007 A 2011)



Esses padrões contábeis (IFRS) emitidos pelo IASB — que, no Brasil, são incorporados pelos pronunciamentos do CPC — fazem parte dos esforços mundiais para padronização das demonstrações financeiras com o intuito de facilitar a demanda de investimentos em nível global.⁶⁹

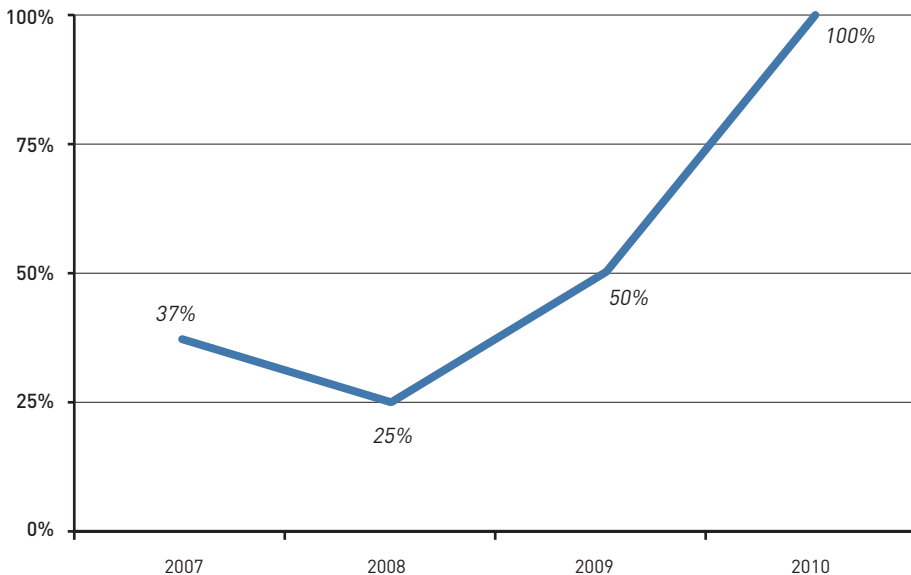
Assim, ao passar a adotar tais padrões por imposição legal, o Brasil avança em termos de boas práticas de governança, facilitando a divulgação de informações relevantes e padronizadas para uma melhor tomada de decisão dos investidores e com a consequência benéfica do aumento do fluxo de investimento estrangeiro no país.

5.9. PLANEJAMENTO DE ADEQUAÇÃO AO IFRS

Após analisar as companhias que já adotavam o padrão IFRS, esta

pesquisa investigou se as companhias que não adotavam o padrão no momento da abertura de capital planejavam adotá-lo nos anos posteriores. Verificou-se que as companhias detentoras de planejamento, no momento da oferta pública, para adotar o padrão passaram de 37% em 2007 para 100% em 2010.⁷⁰ Ademais, nota-se que o ano de 2011 foi excluído na composição do gráfico 8 pois a totalidade das companhias já divulgava suas demonstrações financeiras em padrão IFRS em decorrência de obrigatoriedade legal.

GRÁFICO 8: PLANEJAMENTO DE ADEQUAÇÃO AOS PADRÕES IFRS PELAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO DE 2007 A 2010



5.10. RELACIONAMENTO ENTRE COMPANHIAS E BANCO COORDENADOR

Do total de companhias analisadas nesta pesquisa, 42% já possuíam algum tipo de relação com o banco coordenador da oferta antes da realização do IPO. Esse tipo de relacionamento pode ser decorrente de empréstimos, investimentos ou qualquer outro vínculo existente e deve constar obrigatoriamente dos prospectos (cf. Anexo III da Instrução Normativa CVM 400, de 2003).

5.II. REMUNERAÇÃO DOS BANCOS COORDENADORES

Esta pesquisa avaliou se a remuneração dos bancos coordenadores da oferta pública estava atrelada ao sucesso da oferta, ou seja, se havia ou não um contrato de garantia firme de distribuição das ações ofertadas. Nesse tipo de contrato, o banco garante à companhia que todas as ações oferecidas ao mercado serão adquiridas. Nesse caso, o banco tem o compromisso de subscrever totalmente as ações emitidas para posterior revenda ao público. Nesse sentido, EIZIRIK *et al.* (2011, p. 176) ressaltam que um compromisso de tamanha monta, prestado por um banco com uma boa reputação no mercado, é bem-visto aos olhos dos possíveis investidores, sendo, portanto, um fator importante na tomada de decisão do mercado.

A análise dos prospectos resultou em apenas uma companhia cuja oferta realizada pelo banco coordenador apresentava garantia firme. Isso quer dizer que 1% das companhias investigadas apresentou essa garantia em sua relação com o banco coordenador.

O fenômeno da alavancagem das companhias antes de seus IPOs, por parte dos bancos coordenadores, o chamado *equity kicking*, é outra questão relevante sobre o tema. Nesse sentido, SANTOS *et al.* (2009)⁷¹ investigaram os IPOs realizados entre 2004 e 2007 (contabilizando a análise de 106 companhias). O trabalho tem a seguinte conclusão:

avaliamos todos os IPOs realizados no Brasil e observamos que, em 28% deles, os bancos coordenadores forneceram capital às companhias para viabilizar ou acelerar sua ida ao mercado. Separamos as companhias que vieram a mercado em dois grupos: com e sem *equity kicking*. Percebemos que, um ano após os IPOs, as empresas que receberam empréstimos dos seus coordenadores apresentaram resultados substancialmente piores, tanto operacionalmente (retorno sobre o patrimônio líquido de 8,5%, contra 20,8% do outro grupo), quanto no desempenho de suas ações (retorno negativo de 36%, contra um retorno positivo de 8% do outro grupo). Em suma, tais companhias parecem ter vindo a mercado de forma prematura, isto é, sem possibilidade de entregar os resultados prometidos e/ou a um preço muito elevado, gerando maior queda no retorno das ações após os IPOs.⁷²

Segundo SILVEIRA (2010, p. 188), as operações de *equity kicking* e os problemas resultantes podem diminuir após a definição de novas regras para ofertas públicas da ANBID, em abril de 2009. A instituição determinou que um banco líder da oferta que detenha mais de 10% de participação acionária na ofertante ou que receba mais de 20% do volume captado seja obrigado a dividir sua função com uma instituição financeira que não tenha esse vínculo. Esses critérios visam a minimizar os conflitos de interesses nos financiamentos pré-IPOs dos bancos coordenadores.

5.12. RELACIONAMENTO ENTRE COMPANHIAS E AUDITORES E GASTOS ANUAIS COM AUDITORIA INDEPENDENTE

A investigação acerca das companhias pesquisadas que divulgaram os gastos anuais com auditoria independente no prospecto mostra que o gasto médio foi de R\$ 806.317,77.

De todas as companhias analisadas, apenas 9% declararam possuir relacionamento com os auditores independentes além dos serviços de auditoria, tais como serviços de consultoria.

Dentre as companhias que divulgaram existir relacionamento outro com auditores exceto o de auditoria, a média dos gastos anuais com auditoria independente aumentou para R\$ 1.073.265,73.

Também foi investigada a proporção entre a remuneração pelos serviços de auditoria e a remuneração por outros serviços prestados. Dentre as companhias pesquisadas que apresentam a informação sobre remuneração por outros serviços prestados pelos auditores, constatou-se que, em média, a remuneração por esses outros serviços (que não apenas o serviço de auditoria) representa 32% da remuneração total dos auditores.

5.13. RESSALVA NOS PARECERES DE AUDITORIA

Os pareceres de auditoria expressam as opiniões dos auditores referentes aos exames das demonstrações contábeis. A existência de uma ressalva dos auditores indica que há uma discordância por parte deles sobre a elaboração dessas demonstrações, em sua parte ou no todo, o que de uma forma geral é malvisto pelo mercado.

Assim, foi pesquisada a existência de ressalva dos auditores em seus pareceres nos prospectos das 96 companhias pesquisadas e verificou-se que apenas três delas apresentaram ressalva da auditoria em suas demonstrações financeiras.

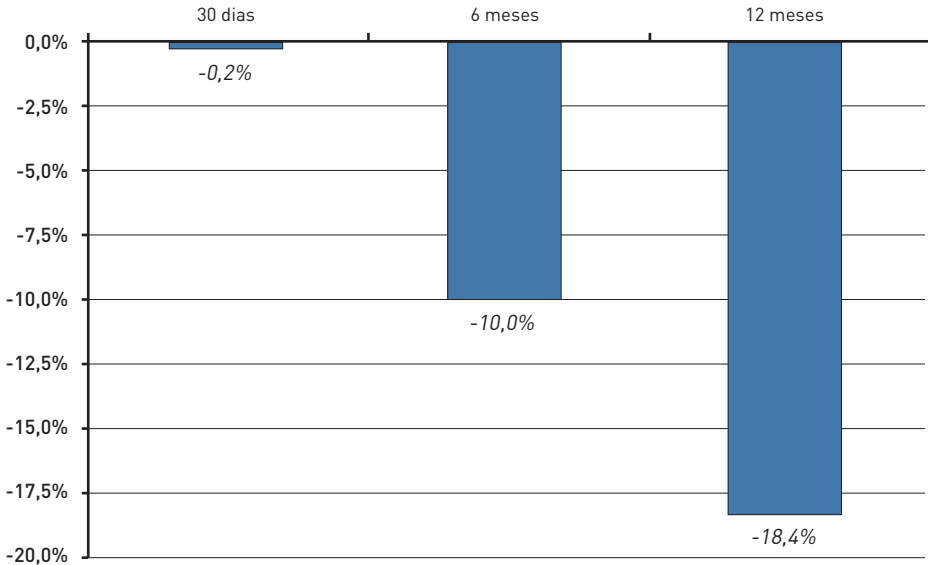
5.14. RETORNO DAS AÇÕES

Um dos pontos de análise abrangido por esta pesquisa foi o retorno das ações em quatro momentos distintos: (1) no final do primeiro dia de pregão da ação, (2) no final do trigésimo dia após o IPO; (3) 60 dias após o IPO e (4) 12 meses após a abertura de capital. Como as operações se deram em datas distintas, com condições externas que poderiam enviar os dados, optou-se por coletar as informações sobre o Ibovespa nos exatos quatro momentos aqui descritos.

Com os dados do Ibovespa, indicador do desempenho do mercado brasileiro,⁷³ pode-se calcular a diferença entre o retorno do papel analisado e o retorno do Ibovespa, chegando a um valor que seria o retorno da ação de certa forma isolado em relação à volatilidade do mercado, isto é, investigou-se o retorno da ação descontado o retorno do Ibovespa. Essa informação permite uma análise comparativa da ação em relação ao mercado, independentemente da situação conjuntural do momento, já que todo o Ibovespa sofre com as mesmas circunstâncias macroeconômicas.

A análise do primeiro momento (o retorno da ação no final do primeiro dia de pregão) indica que, em média, houve uma perda de valor de 1,9%, ou seja, em média ocorreu *underpricing* de 1,9% no primeiro dia. A análise dos três momentos seguintes (30 dias, 60 dias e 12 meses após a oferta pública) mostra que a média dos retornos para as ações, descontando-se a média de retorno do Ibovespa no período, foi negativa: 18,4% menor do que o mercado.

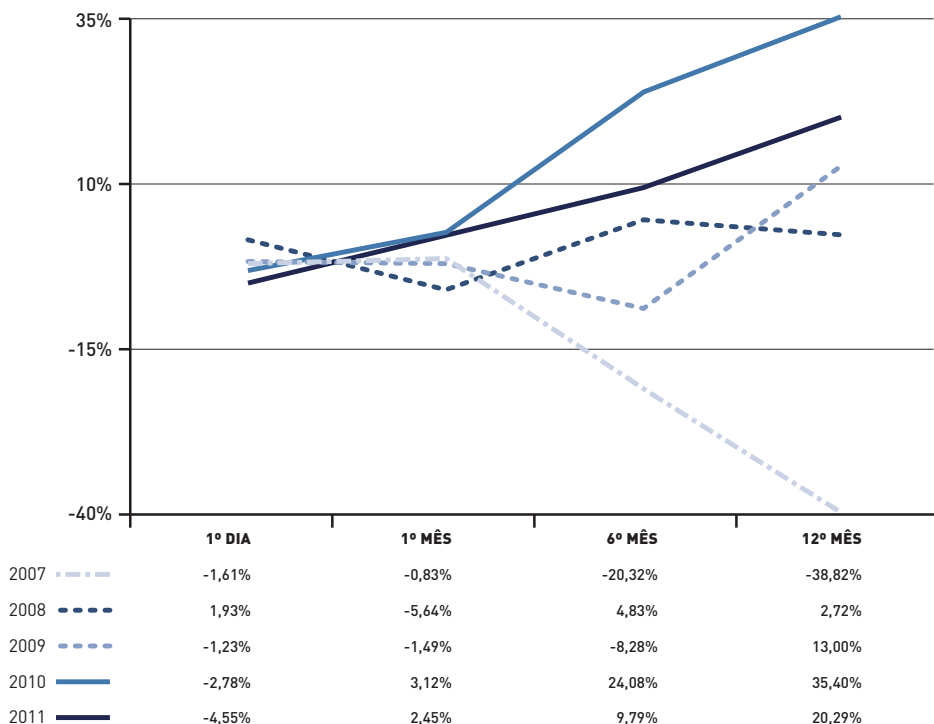
GRÁFICO 9: MÉDIA DO RETORNO DAS AÇÕES DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO, DESCONTADA A MÉDIA DO RETORNO DO IBOVESPA, DE 2007 A 2011



Dentre o período estudado, o ano de 2007 se destaca negativamente. A análise das ações de companhias que realizaram oferta pública em 2007 mostra que a média de todos os retornos, descontada da média dos retornos do Ibovespa nos quatro períodos, apresentou o pior resultado em relação aos cinco anos estudados.

O ano de 2010 se destaca positivamente, principalmente no comparativo do 12º mês, mostrando que as ações que realizaram oferta pública no período obtiveram um melhor desempenho em relação aos outros anos estudados.

GRÁFICO 10: MÉDIA DO RETORNO DAS AÇÕES DESCONTADA A MÉDIA DO RETORNO DO IBOVESPA (COMPARATIVO ENTRE AS OFERTAS REALIZADAS DE 2007 A 2011)



A análise desses dados permite a formulação de algumas hipóteses para explicar essa situação tão discrepante entre os retornos médios das companhias que realizaram oferta pública em 2007 e em 2010, lembrando sempre que foi descontada a média do Ibovespa.

Os resultados podem sugerir que as companhias que abriram capital em 2007 estavam despreparadas, em termos financeiros ou em sua capacidade de gestão, para abrir o capital e só o fizeram devido ao *boom* de IPOs do período. Também podem sugerir que a crise do ano subsequente abalou as companhias que abriram o capital em 2007 de forma única, apesar de se ter buscado neutralizar os efeitos macroeconômicos do mercado com o desconto da média do Ibovespa — que também “sofreu” com a crise no período.

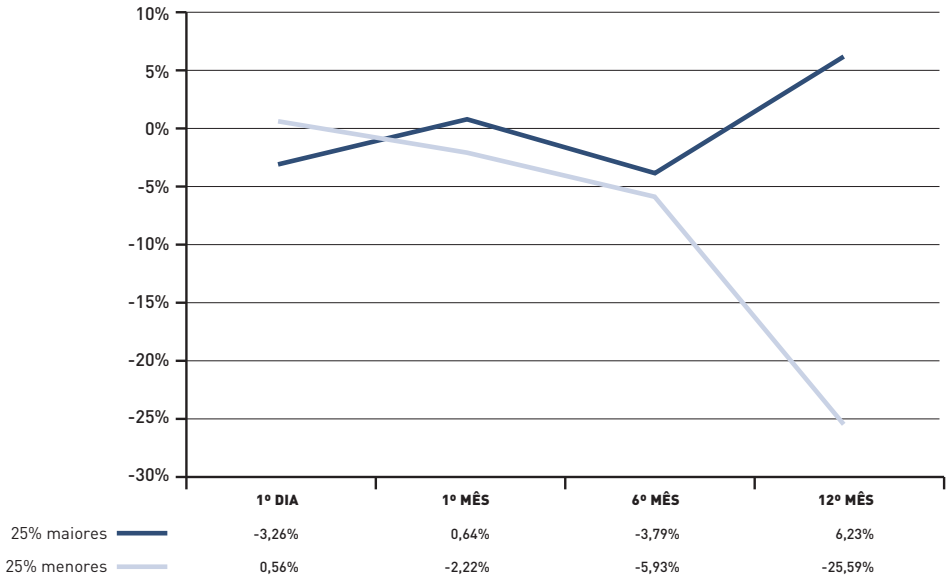
Essas e outras hipóteses acerca das potenciais causas dessa diferença de retorno entre as companhias que realizaram oferta em 2007 e em 2010

dependem de análises aprofundadas que não estão compreendidas no escopo da presente pesquisa e poderão ser realizadas oportunamente.

Outro aspecto relevante da pesquisa em relação aos retornos das ações foi verificar se os retornos das companhias têm alguma relação com seu “tamanho”, em termos de receita líquida operacional.

Dessa forma, foram selecionadas apenas as companhias que integram os percentis 25 e 75 em termos de receita líquida operacional, isto é, as companhias pertencentes ao primeiro quartil (os 25% de companhias com menor receita) e as pertencentes ao quarto quartil (os 25% de companhias com maior receita). Esses dois grupos, de maior e de menor receita líquida operacional, foram então analisados em relação a seus respectivos retornos. Dessa análise concluiu-se que as maiores companhias (representadas no gráfico pela expressão “25% +”) apresentaram um retorno mais estável e, no longo prazo, acabaram mesmo superando o retorno do mercado. As companhias menores (representadas no gráfico pela expressão “25% -”) apresentaram, em média, maiores perspectivas de queda.

GRÁFICO II: MÉDIA DO RETORNO DAS AÇÕES DESCONTADA A MÉDIA DO RETORNO DO IBOVESPA (EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL DAS 25% MAIORES COMPANHIAS E DAS 25% MENORES COMPANHIAS EM TERMOS DE RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL)



6. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE II

A análise dos dados coletados na segunda parte do relatório de pesquisa empírica foi realizada por Cristina Liu, que descreve e analisa os resultados relacionados ao perfil de governança corporativa das companhias, enfocando-se o órgão considerado nevrálgico na estrutura de governança de qualquer companhia: o conselho de administração.

Trata-se dos seguintes quesitos: (15) conselho de administração (quantidade de membros, percentual de conselheiros independentes e externos, cumulação de cargos de diretor-presidente e presidente do conselho); (16) comitês de assessoramento; (17) comitê de auditoria; (18) conselho fiscal; (19) políticas de remuneração de administradores; (20) existência de processo administrativo sancionador da CVM (em relação à companhia ou ao controlador) durante os cinco anos após a oferta pública inicial; (21) realização de reorganização societária após a oferta pública (período da reorganização e eventual contestação por parte de minoritários).

6.1. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Os dados das companhias analisadas mostram que, no que diz respeito à composição do conselho de administração, tem-se em média 6,9 conselheiros, dos quais 1,9 são independentes, 2,5 são externos e 2 são não independentes. Verificou-se, ainda, que a porcentagem de conselheiros independentes é de apenas 28,3%.⁷⁴

No que diz respeito às reuniões do conselho, verificou-se que, em média são realizadas 5,2 por ano.

Observa-se que os conselhos das companhias listadas que realizaram oferta pública entre os anos de 2007 e 2011 não atingem os padrões desejados pelos códigos de boas práticas de governança corporativa, no que tange à sua composição, posto que não primam pela maioria de conselheiros independentes, isto é, existem mais conselheiros não independentes do que independentes. Com relação à presença de conselheiros com interesses potencialmente conflitantes, eles podem influenciar no funcionamento desse órgão, visto que participam tanto da fiscalização da gestão quanto da tomada de decisões. Quanto à tomada de decisões, existe a possibilidade de que tais conselheiros consigam fazer valer seus próprios interesses (ou do controlador) em detrimento do melhor interesse da companhia, potencialmente acarretando abuso de poder.

Contrapondo-se à baixa porcentagem de independentes, observou-se participação de conselheiros externos, que são aqueles que não possuem vínculo atual com a companhia, mas que já tiveram algum tipo de relação com ela, com o controlador, o diretor-presidente ou qualquer outra parte interessada. Nesse sentido, não é possível afirmar categoricamente que eles sempre serão imparciais em suas decisões. Diante disso, a baixa participação de conselheiros independentes pode ser preocupante, uma vez que indica potencial parcialidade do órgão.

É importante frisar que a maior parte das companhias analisadas se listou no Novo Mercado, enquanto outras se listaram no Nível 2. Logo, de acordo com os regulamentos desses segmentos de listagem, aplica-se a regra de que o conselho deve conter no mínimo cinco membros dos quais pelo menos 20% sejam independentes e com mandato unificado de no máximo dois anos. Assim, mesmo que 28,3% de conselheiros independentes seja um número relativamente baixo, percebe-se que houve um crescimento de 8,3% em comparação ao exigido pelas regras dos segmentos de listagem. Isso pode indicar um lento caminho de adesão à prática de se ter conselheiros independentes, questão fundamental de governança corporativa.

Evitar a cumulação de cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente é considerado boa prática de governança. Observou-se que em média 73,7% das companhias investigadas detinham os cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente ocupados por pessoas diferentes. Essa alta incidência pode ser explicada pelo fato de os regulamentos dos segmentos do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 vedarem a cumulação desses cargos (com carência de três anos a partir da adesão aos segmentos).⁷⁵

Outra boa prática de governança em relação ao conselho de administração é a nomeação de um conselheiro independente para a presidência do conselho. A análise dos dados mostrou que essa prática ainda não foi internalizada pelas companhias, uma vez que apenas 1% delas a acolheu.⁷⁶

6.2. COMITÊS DE ASSESSORAMENTO

Verificou-se na pesquisa a existência de comitês de assessoramento do conselho de administração e seu *status* estatutário ou não. Em média, 8,3% das companhias que realizaram oferta pública inicial entre 2007 e 2011 possuíam comitês do conselho em seus estatutos. A ocorrência

de comitês de assessoramento não estatutários foi maior: em média 21,1% das companhias da pesquisa.

Os dados mostram que o número de companhias que adotavam comitês de assessoramento não era muito expressivo. Esse número pode ser indício de que o cenário da tomada de decisão nos conselhos de administração brasileiros pode melhorar muito se forem assessorados por comitês com *expertise* e tempo dedicados para o aprofundamento de temas de relevância para as companhias. A tabela a seguir mostra os comitês de assessoramento estatutários e não estatutários mais recorrentes nas companhias analisadas.

TABELA 2: COMITÊS DE ASSESSORAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: TIPOS E QUANTIDADE NAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM OFERTA PÚBLICA INICIAL NOS ANOS DE 2007 A 2011

COMITÊS	NÚMERO DE COMPANHIAS
COMITÊ DE REMUNERAÇÃO (TAMBÉM NOMEADO DE "COMITÊ DE AVALIAÇÃO E REMUNERAÇÃO", "COMITÊ DE REMUNERAÇÃO E BENEFÍCIOS", "COMITÊ DE NOMEAÇÃO E REMUNERAÇÃO")	13
COMITÊ DE GESTÃO DE RISCOS (TAMBÉM NOMEADO DE "COMITÊ DE RISCO EMISSOR", "COMITÊ DE CONTROLE DE RISCOS")	5
COMITÊ DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	5
COMITÊ DE INVESTIMENTOS	5
COMITÊ DE FINANÇAS (TAMBÉM NOMEADO DE "COMITÊ DE FINANÇAS E RISCO", "COMITÊ DE GESTÃO E FINANÇAS", "COMITÊ FINANCEIRO")	5
COMITÊ DE RECURSOS HUMANOS (TAMBÉM NOMEADO DE "COMITÊ DE PESSOAS" "COMITÊ DE GESTÃO", "COMITÊ DE GENTE E GESTÃO")	5
COMITÊ DE ÉTICA	3

Obs.: Os comitês que apareceram em apenas uma companhia não constam dessa tabela. São eles: comitês de estratégia, executivo, de incorporação, de grandes

negócios, de relacionamento com o cliente, de prevenção à lavagem de dinheiro, de operações, de responsabilidade socioambiental corporativa, de segurança na informática, de precificação, de gestão de serviço de câmaras, de *compliance*, de sistemas, de qualidade, de normas.

Percebe-se que o comitê de remuneração, além de ser essencial, é o mais adotado, pois entre as suas atribuições estão: a elaboração de propostas de políticas de remuneração para altos executivos, a avaliação formal de desempenho dos diretores e a coordenação do processo de definição do pacote de remuneração.⁷⁷

6.3. COMITÊ DE AUDITORIA

Constatou-se a existência de comitê de auditoria em 28,4% das companhias que realizaram oferta pública entre os anos de 2007 e 2011.

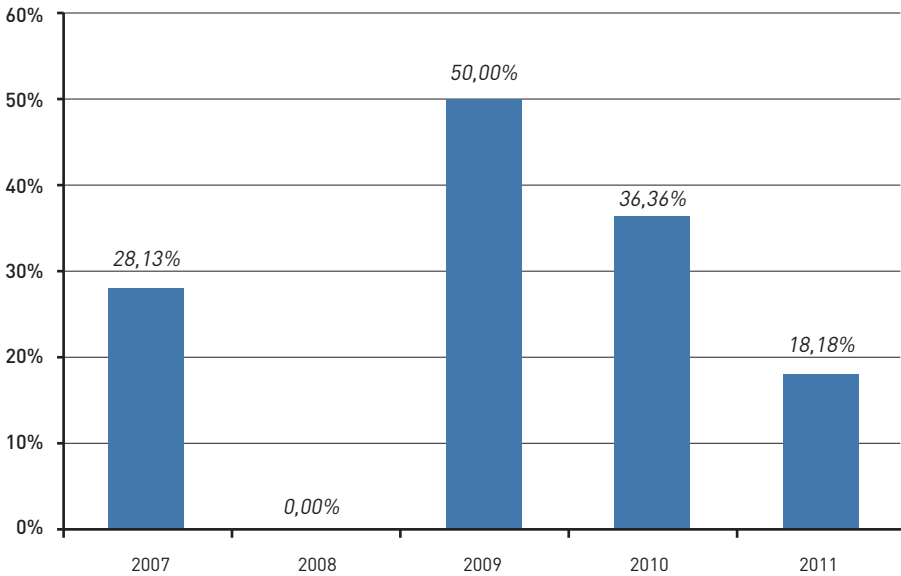
Levando em consideração a importância do comitê de auditoria na fiscalização da gestão das companhias,⁷⁸ o fato de apenas 28,4% delas terem tal prática não parece demonstrar um cenário promissor. Com relação a esse tema, SILVEIRA (2010, p. 264) afirma:

Dentre os comitês do conselho, o comitê de auditoria é o de maior consenso em todo o mundo, sendo recomendado pelos principais códigos de governança. O órgão ganhou proeminência após os escândalos contábeis no início da década de 2000, e seu papel foi reforçado em virtude dos problemas de gerenciamento de riscos em diversas companhias durante a crise financeira de 2008.

Dada a sua importância, construiu-se a hipótese de o advento da crise de 2008 ter algum efeito relacionado à criação de novos comitês de auditoria. Os dados mostram que não houve mudanças relevantes a respeito das companhias que realizaram suas ofertas públicas pós-crise.

Isso porque a média dos dois períodos continuou a mesma. Isto é, tanto nos IPOs que ocorreram em 2007 como naqueles do período de 2008 a 2011, a média de companhias que tinham instituído o comitê de auditoria foi de 28%. Ressalta-se um dado curioso acerca das ofertas de 2008: nenhuma das companhias possuía comitê de auditoria.

GRÁFICO 12: COMPANHIAS QUE APRESENTARAM COMITÊ DE AUDITORIA EM SEUS IPOS



6.4. CONSELHO FISCAL

Investigou-se também outro órgão de governança do mercado brasileiro: o conselho fiscal. De acordo com os dados coletados, é possível averiguar que, em média, somente 5,2% das companhias analisadas possuíam conselho fiscal instalado.

Pode-se considerar essa porcentagem relativamente baixa, o que é um possível indício de desuso do órgão ou mera liberalidade, uma vez que a Lei Societária permite, em seu artigo 161, que o órgão seja permanente ou temporário. Outra explicação para o baixo número de companhias com conselho fiscal seria o fato de os acionistas minoritários serem mais bem representados no conselho de administração, não sendo mais tão necessária a sua utilização como órgão fiscalizador.⁷⁹

6.5. POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES

Em se tratando da remuneração dos administradores, constatou-se que somente 29,5% das companhias divulgaram a proporção entre a remuneração fixa e variável dos executivos. A tabela 3, a seguir, mostra que

os valores pagos aos administradores passaram a ser publicados apenas após 2009.

TABELA 3: NÚMERO DE COMPANHIAS QUE DIVULGARAM A PROPORÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES POR ANO.

ANO DA OFERTA PÚBLICA INICIAL	NÚMERO DE COMPANHIAS QUE DIVULGARAM A PROPORÇÃO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES	% DE COMPANHIAS QUE DIVULGARAM A REMUNERAÇÃO EM RELAÇÃO AO TOTAL
2007	3	4,5%
2008	0	0%
2009	3	50%
2010	10	90,9%
2011	11	100%

Obs.: Em 2010 apenas uma companhia que realizou oferta pública deixou de divulgar a remuneração: a OSX Brasil, que se utilizou de medida liminar do IBEF, explicada a seguir.

Percebe-se claramente uma mudança do padrão de comportamento das companhias antes e depois de 2009. Esse fato não é resultado de liberalidade das companhias em informar seus acionistas e o mercado, mas sim da Instrução Normativa CVM 480, de 2009, que estabelece a necessidade da divulgação dessas informações no formulário de referência⁸⁰ apresentado pelas companhias.⁸¹

Assim, a partir desse momento começou a existir a obrigatoriedade legal de se divulgar informações sobre a política de remuneração adotada e ainda os valores específicos concedidos a título de participação em comitês, as remunerações fixas anuais, as variáveis, os benefícios pós-emprego, entre outros.

Diante dessa obrigatoriedade de divulgação, o Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças (Ibef) ingressou com pedido na Justiça com a alegação de visava a proteger os direitos dos executivos a garantias

constitucionais tais como a privacidade, a intimidade e o sigilo de dados de sua remuneração. O Tribunal Regional Federal da 2ª Região do Rio de Janeiro decidiu inicialmente que a exigência da CVM era totalmente amparada pelo princípio do *full disclosure* que trata da transparência de informações e, portanto, não vislumbraria qualquer tipo de violação aos direitos à privacidade e à intimidade. Contudo, em outubro de 2010, o Supremo Tribunal de Justiça concedeu medida liminar ao Ibef⁸² válida a todos os executivos associados à entidade.

Por conseguinte, até o momento de realização desta pesquisa — 2013 — muitas companhias abertas se valem dessa medida liminar para se absterem da divulgação de informações referentes à remuneração dos executivos.

O tema é muito controverso no Brasil, como o foi em outros países antes de sua adoção plena.⁸³ Ainda assim, percebe-se um aumento crescente na política de divulgação de tais informações. Nesse sentido, todas as companhias que abriram seu capital em 2011 cumpriram com a exigência da CVM.

No que diz respeito especificamente à remuneração dos diretores, verificou-se que a remuneração média anual é de R\$2.414.824,61. A remuneração variável compreende em média 42% desse valor.⁸⁴ Já a média da remuneração dos conselheiros é de R\$ 746.233,74, enquanto sua remuneração variável é de 45% (seja em bônus, seja em ações, seja em opções de ações ou outros).⁸⁵

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (“Código do IBGC”, 2009), a remuneração variável com base em resultados de curto prazo deve ser evitada quando se trata de conselheiros. Isso porque, ao conferi-las aos conselheiros, estes são incentivados a tomar decisões que envolvam risco mais alto e, muitas vezes, não relacionado ao melhor interesse da sociedade, simplesmente para poder aumentar os seus retornos em curto período de tempo. Por conseguinte, práticas de remuneração variável por meio de bônus e outros métodos de curto prazo para conselheiros gerariam incentivos contrários ao melhor interesse da companhia. Sendo assim, as políticas de remuneração ainda devem ser aprimoradas pelas companhias brasileiras.

6.6. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DA CVM

A pesquisa também investigou se as companhias que realizaram ofertas públicas iniciais foram parte em processos administrativos sancionadores

instaurados pela CVM nos cinco anos após a realização da oferta. Da população de 96 companhias analisadas, verificou-se que, em média, 22% delas foram autuadas pela autarquia.

Essa porcentagem relativamente baixa de companhias que são parte em processo administrativo pode, por um lado, sinalizar que a maioria delas está agindo em conformidade com o aparato normativo a elas aplicável, ou seja, que há certa obediência ao ordenamento jurídico.

Por outro lado, existe a possibilidade também de que essa baixa porcentagem seja produto da ineficiência ou mesmo da falta de fiscalização do regulador acerca dos atos empresariais. Embora a análise sobre a eficiência do órgão regulador não faça parte do objetivo da pesquisa, essa hipótese não pode ser descartada para eventuais futuros estudos. Outra possibilidade é que o instrumento “processo administrativo sancionador” esteja ultrapassado⁸⁶ e não consiga combater os problemas atuais. Tal potencial insuficiência do instrumento investigativo e punitivo do regulador parece ter sido constatada pela própria CVM, que, em janeiro de 2013, realizou audiência pública para discutir minuta de nova instrução normativa, dispondo sobre o processo administrativo sancionador de rito sumário, no sentido de atualizar os dispositivos enumerados pela Instrução Normativa CVM 251, de 1996.

6.7. REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

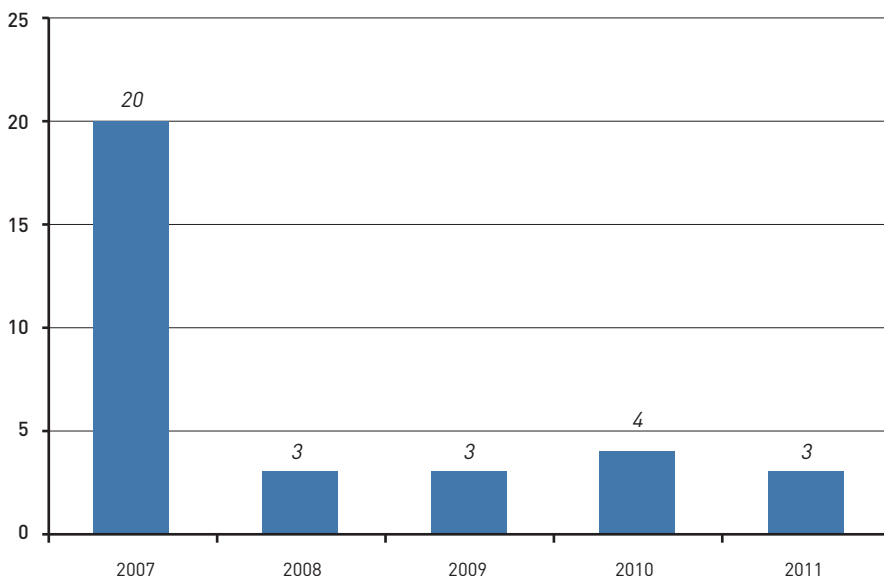
Com base nos dados coletados, descobriu-se que em média 34,4% das companhias passaram por reorganização societária antes de dois anos (1,88 ano) após suas ofertas públicas iniciais. Percebe-se que um número razoável de companhias sofreu mudanças em sua estrutura societária pouco tempo após a oferta pública.

Esse dado pode ser um indício de que as companhias que realizaram oferta pública não estavam preparadas para esse movimento de abertura de capital. Uma vez listadas, (1) podem ter tido dificuldades em manter essa posição ou (2) podem ter tido dificuldades legais ou mesmo contratuais (por exemplo, período de *lock-up*) que impediram os acionistas controladores de vender suas ações. No que diz respeito à primeira hipótese, aparentemente muitas companhias não estavam preparadas para a abertura de capital, seja porque não estavam efetivamente adaptadas a práticas de governança corporativa, seja porque não conseguiram se capitalizar por meio da venda de ações (ao invés de aumentar de valor, podem ter sofrido desvalorizações) que, como con-

sequência, acarretaram problemas econômicos. Já a segunda hipótese abarca acionistas, controladores ou não, que possuem grande parcela de ações da companhia e que, por diversos fatores, não puderam alienar a totalidade de suas ações, permanecendo na companhia. Nesse sentido, fazem parte desse grupo, por exemplo, acionistas controladores que não puderam vender todas as suas ações logo na abertura de capital, talvez por razões reputacionais.⁸⁷

Uma dessas hipóteses pode ser sustentada devido ao *lock-up* exigido às companhias listadas no Novo Mercado — isto é, os acionistas controladores são proibidos de negociar ações da companhia por um período de seis meses após a realização do IPO. Essa restrição, juntamente com os acordos de *lock-up* (em geral assinados por acionistas, diretores e conselheiros) refere-se à não disposição de ações por um período de 180 dias após a oferta pública inicial.

Outro fato pode ter influenciado o alto número de reorganizações societárias pouco tempo após o IPO: muitas companhias aceleraram o processo de incorporação de controladas em 2009,⁸⁸ pois havia incertezas quanto ao sistema tributário de 2010 em diante. Portanto, o receio de haver mudanças no sistema tributário em relação à amortização de ágio, por exemplo, pode ter sido um relevante incentivo para companhias realizarem operações de reorganização. Tem-se um relevante indício de que essa hipótese seja verdadeira, pois mais da metade das companhias sofreu reorganização societária no ano de 2009.

GRÁFICO 13: NÚMERO DE COMPANHIAS QUE REALIZARAM REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS NOS ANOS POSTERIORES AO IPO

Também foi objeto de investigação da pesquisa o fato de, no caso de reorganização societária, ter havido contestação dessa operação por parte dos minoritários. Isso porque algumas situações de alteração, principalmente de controle, podem gerar descontentamento entre os minoritários e violação de seus direitos.

Contudo, verificou-se que, em média, somente em 6% das companhias que realizaram oferta pública e reorganização societária houve contestação por parte dos minoritários (na esfera administrativa). Um dos motivos para esse baixo número de contestações pode ser o fato de a CVM ter instituído o Parecer de Orientação 35 em setembro de 2008. Como esse parecer trata dos deveres fiduciários dos administradores em operações de incorporação, fusão e incorporação de ações que envolvam a companhia controlada e suas controladoras sob um controle comum, os minoritários podem ter se sentido mais protegidos ou até não ter sofrido nenhuma violação em seus direitos nas operações realizadas.

7. TEMAS ESPECÍFICOS DE ANÁLISE EMPÍRICA – PARTE III

A análise dos dados coletados na terceira parte do relatório de pesquisa empírica foi realizada por Paloma Almeida, que descreve e analisa os resultados relacionados ao grande tema “estrutura de propriedade”, tais como ações preferenciais, ações em circulação, *poison pills*, *tag along* e políticas de transações com partes relacionadas — questões de altíssima relevância no que tange ao relacionamento com investidores.

Trata-se dos seguintes quesitos: (22) segmento de listagem; (23) percentual de ações em circulação (*free float*), (24) emissão de ações preferenciais; (25) política de dividendos; (26) *tag along*; (27) *poison pill*; (28) estrutura de propriedade e poder de controle; e (29) políticas de transação com partes relacionadas.

7.1. SEGMENTO DE LISTAGEM

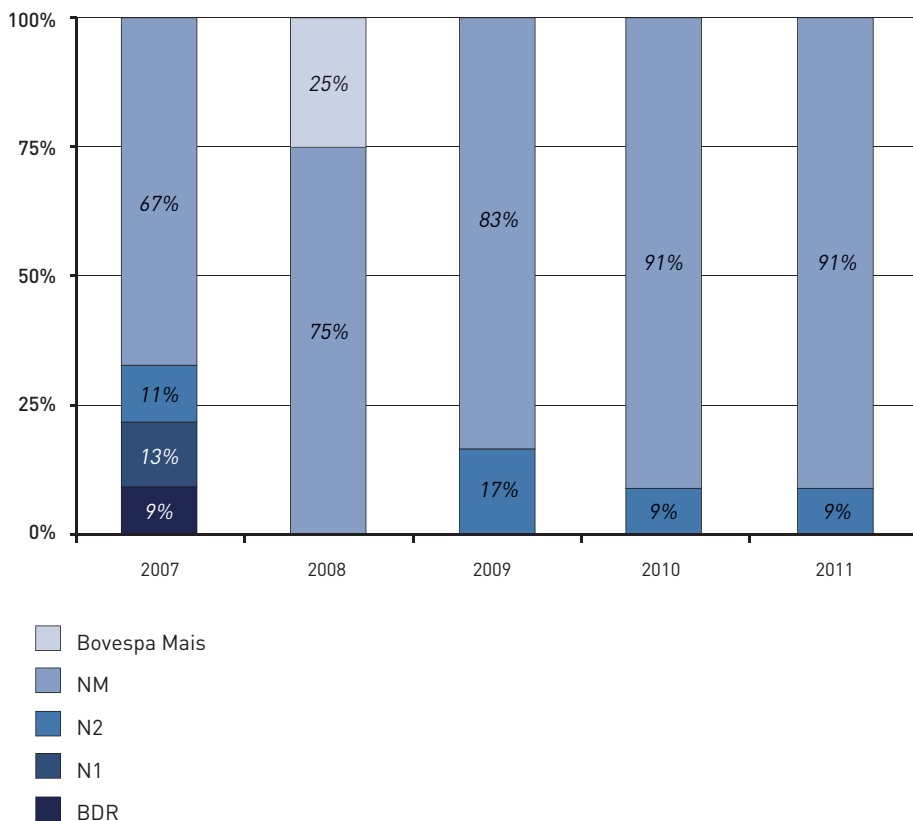
Em 2000, a Bovespa introduziu três segmentos de negociação, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, com o objetivo de estimular as companhias a seguirem melhores práticas de governança corporativa e a adotarem um nível de divulgação de informações adicional ao previsto na legislação societária. Esses segmentos visam ao aumento da transparência e à maior igualdade de condições entre agentes de mercado, sejam eles acionistas, sejam investidores em potencial, e estão inseridos em um contexto de maior desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

A adesão a esses segmentos é voluntária,⁸⁹ de forma que as companhias listadas — ou que visem à listagem — devem observar práticas de governança corporativa e exigências de divulgação de informações além daquelas já impostas pela legislação brasileira. Em geral, tais regras ampliam os direitos dos acionistas minoritários e elevam a qualidade das informações fornecidas.

O Novo Mercado é o mais rigoroso deles, exigindo o máximo de práticas de governança corporativa dentre os três segmentos, tais como: (1) a emissão de apenas ações ordinárias; (2) um percentual mínimo de 25% das ações do capital da companhia em circulação; e (3) disponibilização das demonstrações financeiras anuais em inglês e baseadas em princípios de contabilidade internacionalmente aceitos.

A despeito dessas exigências, 74% das companhias que realizaram oferta pública inicial no período analisado o fizeram no segmento Novo Mercado. Os segmentos de listagem Nível 2 e BovespaMais contaram respectivamente com 9,4% e 3,1% das companhias que realizaram IPOs no período de 2007 a 2011. Vale ressaltar que, de 2008 a 2011, não houve qualquer oferta pública inicial no Nível 1 e em oferta de *Brazilian depository receipts* (BDRs).⁹⁰

GRÁFICO 14: PORCENTAGEM DE COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO (POR ANO E SEGMENTO DE LISTAGEM)



O fato de a grande maioria das companhias abrir seu capital em um segmento de listagem mais rígido do que a Lei Societária poderia, em um primeiro momento, causar certo estranhamento. No entanto, a

avaliação do valor das companhias que voluntariamente se listam no segmento mais exigente da BM&FBovespa melhora perante os investidores, e o preço da ação costuma refletir essa valorização.

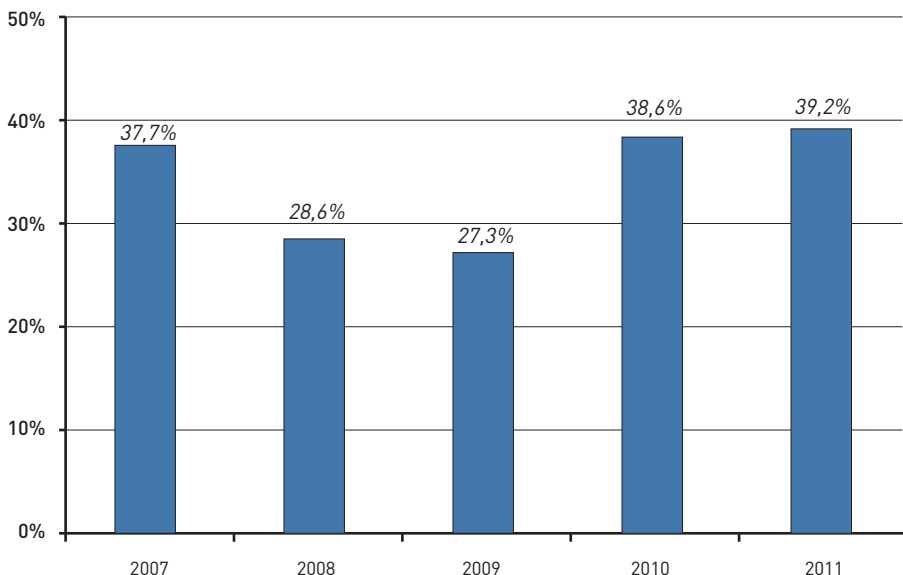
Diante disso, pode-se afirmar que a razão de ser e os objetivos almejados por esses segmentos resumem-se à — e derivam da — própria essência do mercado de capitais, a qual busca (1) fornecer às companhias fonte de investimento a um custo mais baixo e (2) tutelar os direitos dos investidores, a fim de neles criar a credibilidade necessária ao investimento. Afinal, como defende Ronald Coase, uma companhia vale o quanto se sabe dela.

7.2. PERCENTUAL DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO (*FREE FLOAT*)

A fim de assegurar mais liquidez ao mercado, a BM&FBovespa prevê em seus regulamentos de listagem especial a obrigatoriedade de manutenção de percentual mínimo de circulação de ações (*free float*). As companhias que, voluntariamente, aderem a um dos segmentos de listagem da Bolsa devem manter *free float* de 25% no mínimo. Essa determinação visa a impedir que acionistas minoritários, ao estarem desprovidos de liquidez, tornem-se suscetíveis a operações desvantajosas realizadas com o acionista controlador, que, potencialmente, será o único interessado na aquisição das ações.

Em decorrência dessa obrigatoriedade e do fato de grande parte das companhias terem se listado no Novo Mercado, o percentual médio de *free float* em todo o período analisado foi de 36,9%. Os anos de 2010 e 2011 se destacam por terem apresentado as maiores médias de *free float*: 38,6% e 39,2%, respectivamente. Esses números podem corroborar a hipótese de que agentes externos exercem uma efetiva influência na recepção das práticas de governança corporativa por parte das companhias.⁹¹

GRÁFICO 15: PORCENTAGEM DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO (POR ANO)

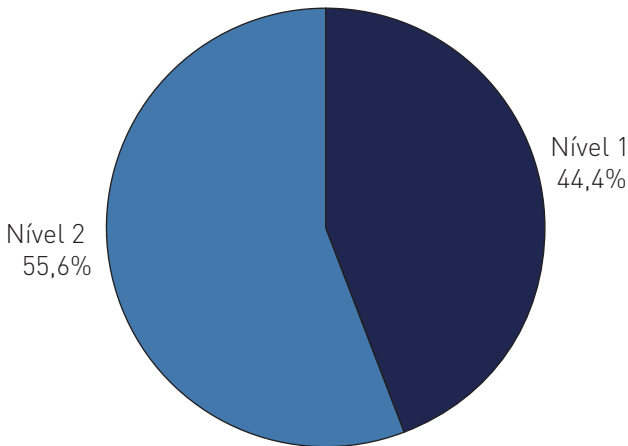


7.3. EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS

As ações preferenciais têm a característica de não garantirem direito a voto ao acionista no âmbito da assembleia geral da companhia ou de, ao menos, restringirem o direito de voto a apenas algumas ocasiões. Em troca disso, os titulares de ações preferenciais adquirem algumas prioridades, que podem ser preferência na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, e no reembolso do capital, por exemplo.

Investigou-se nas 96 companhias analisadas qual a porcentagem de companhias que ofertaram preferenciais e verificou-se que 19,4% das que realizaram IPO no período emitiram ações preferenciais. A maior parte delas está listada no Nível 2 da BM&FBovespa.

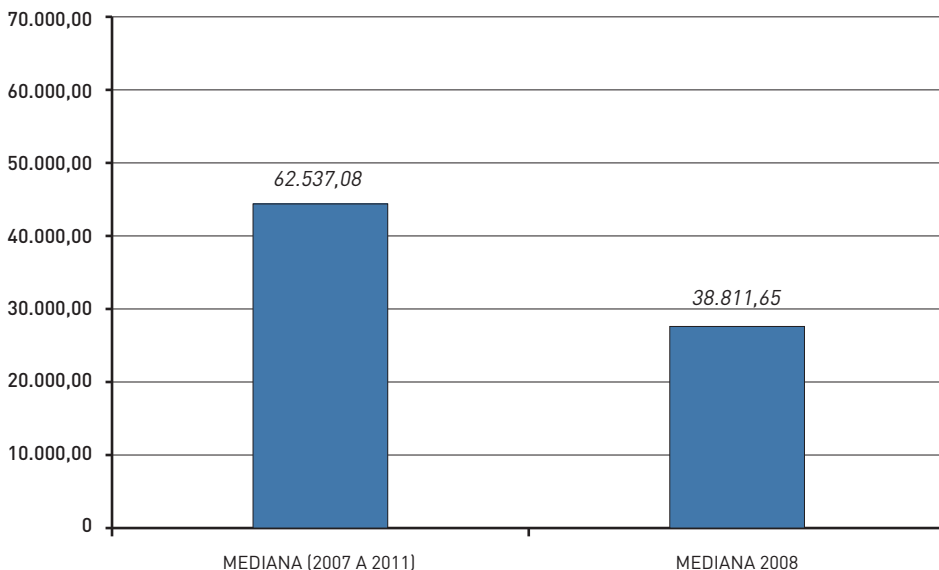
GRÁFICO 16: PERCENTUAL DE COMPANHIAS QUE EMITIRAM AÇÕES PREFERENCIAIS EM SEUS IPOs (DE 2007 A 2011)



Esse baixo número pode ser explicado em razão de 74% das companhias estudadas terem se listado no Novo Mercado, que veda a emissão de ações preferenciais.⁹² Outro, portanto, não poderia ser o resultado da presente pesquisa. Pode-se ressaltar a inexistência de companhias com ações preferenciais que tenham se listado em 2008 (o que pode ser explicado pelo número reduzido de companhias que se listaram no ano: quatro).

Após o primeiro semestre de 2008 — justamente quando a crise começou a ser sentida no mundo —, nenhuma companhia abriu o capital. Nesse sentido, a mediana de 2008 da pontuação do Ibovespa no dia em que a oferta completou seis meses (38.811,65), quando comparada à mediana de todo o período analisado (62.537,08), permite concluir que a queda do número de companhias foi consequência da crise econômica global.⁹³

GRÁFICO 17: VARIAÇÃO DA MEDIANA DO IBOVESPA APÓS 6 MESES DE IPO



7.4. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

No que tange à política de dividendos, a presente pesquisa buscou verificar se companhias que realizaram IPOs de 2007 a 2011 apresentavam política de dividendos na qual se comprometeriam a pagar mais de 25% do lucro líquido do exercício.

A análise dos dados consolidados mostrou que o percentual médio de companhias que adotavam política de dividendos nesses termos foi de apenas 4,2%. Corroborando esse resultado, estudo publicado pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi, 2005) conclui:

Speranzini (1994:94) afirma que as companhias brasileiras distribuem poucos dividendos e o fazem sem seguir um padrão. O autor atribui a causa desse fato às dificuldades de captar novos recursos e ao receio por parte do acionista controlador da possibilidade de diluição do capital e possível perda do controle da empresa.

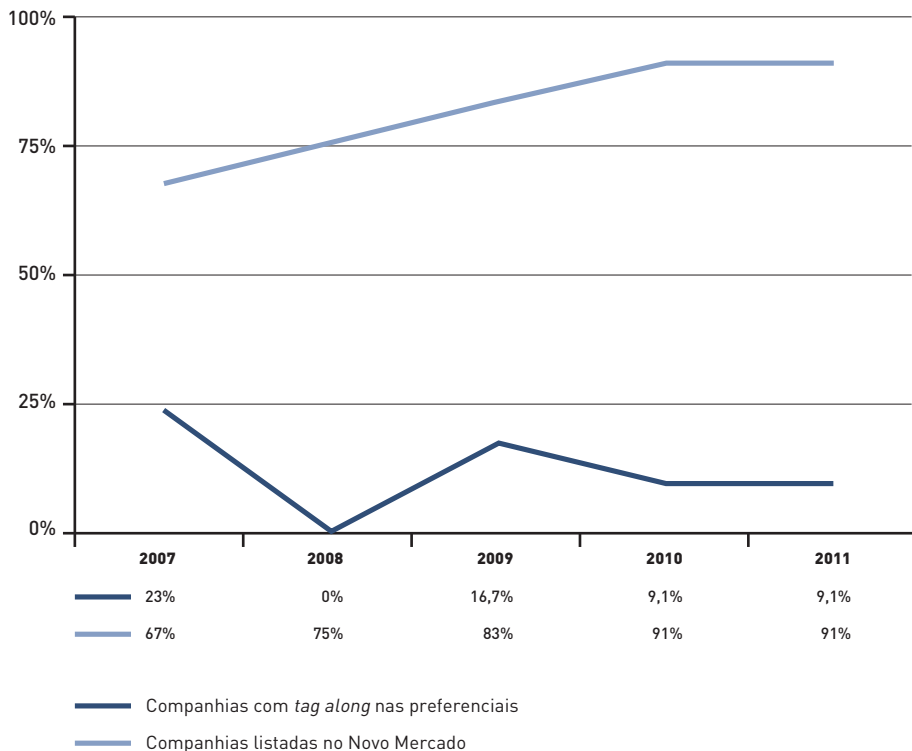
O referido estudo aponta que existem fortes evidências de que companhias com controle familiar retenham mais lucros do que aquelas com controle pulverizado.⁹⁴ Essa conclusão se coaduna de certa forma com o encontrado na presente pesquisa, na qual as 52% das companhias analisadas são de controle familiar enquanto apenas 1% delas têm controle pulverizado.⁹⁵

7.5. TAG ALONG

Para o período analisado, todas as companhias (100%) concediam *tag along* e divulgavam essa informação em seus prospectos. Ressalta-se que a reforma da LSA realizada em 2001 pela Lei 10.303 previa esse direito aos minoritários.

É válido ressaltar que a análise do período mostra cenários muito diversos: enquanto em 2007 o percentual de companhias que asseguravam o direito de saída conjunta aos titulares de ações preferenciais correspondia a 23,4%, no ano de 2011 verificou essa prática em apenas 9% das companhias. Pode-se explicar essa diferença pela crescente listagem de companhias no Novo Mercado, segmento que prevê a obrigatoriedade de ações ordinárias.

GRÁFICO 18: PERCENTUAL DE COMPANHIAS QUE CONCEDIAM TAG ALONG PARA AÇÕES PREFERENCIAIS VS. COMPANHIAS QUE REALIZARAM SEU IPO NO NOVO MERCADO



7.6. POISON PILL

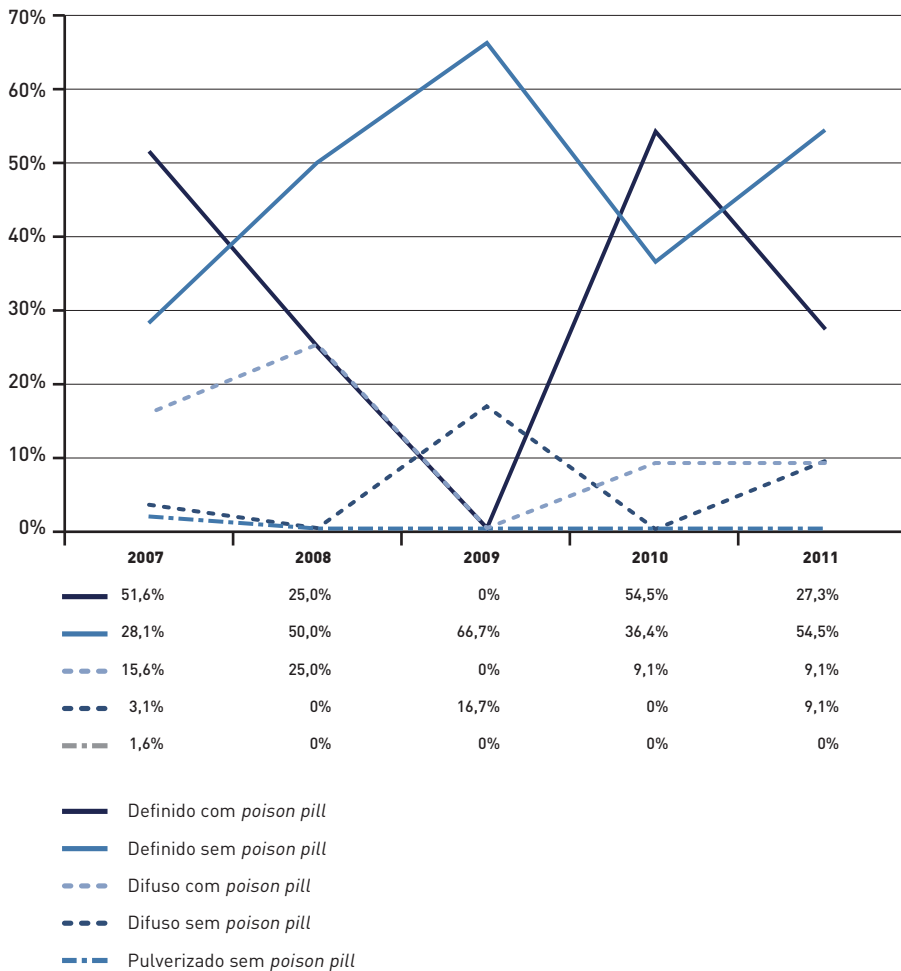
A pesquisa buscou investigar a incidência de companhias que apresentavam cláusulas conhecidas como *poison pills* (detalhadas na parte teórica desta pesquisa). Os dados mostraram que 59,4% das 96 companhias analisadas apresentavam *poison pills* em seus estatutos (as quais poderiam também apresentar *poison pill* com cláusula pétrea).

A adoção da referida medida obteve sua maior média em 2007: 67,2% das companhias que abriram capital nesse ano as detinham em seus estatutos. Em 2009, a porcentagem de companhias que realizaram oferta pública inicial e apresentaram *poison pill* em seu estatuto foi de 16,7%. Já no ano de 2010, a porcentagem passou para 63,6%, e em 2011 36,4% das companhias realizaram IPO com essa cláusula.

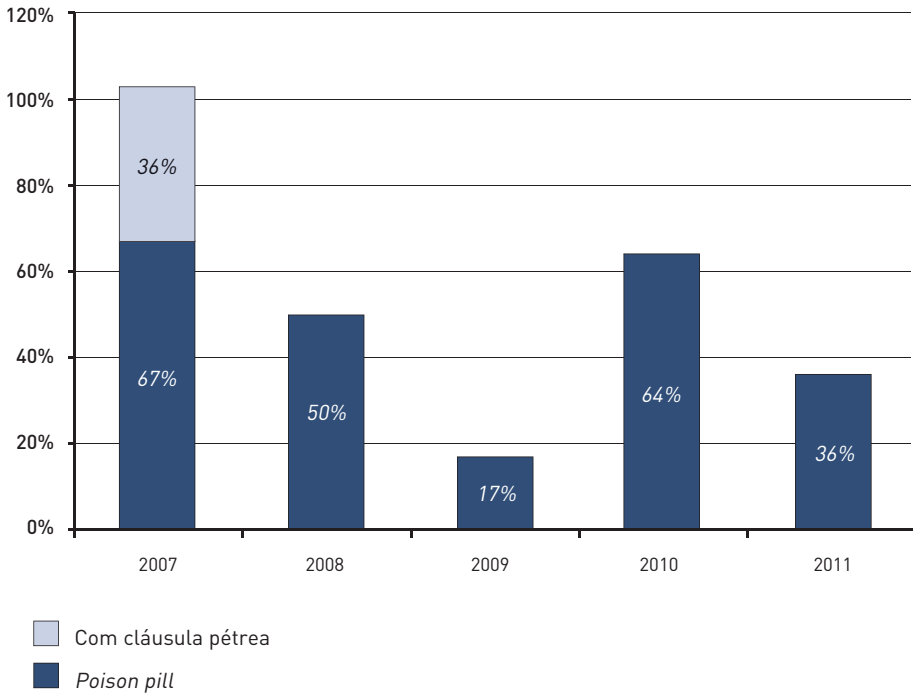
Como no Brasil não há predominância de ambiente de dispersão acionária, não há *market for corporate control* nem recorrência de ofertas hostis de aquisição de controle e, portanto, não haveria motivo para utilizar as *poison pills* com a mesma função que têm em outros mercados, notadamente o norte-americano. Contudo, isso não impede que elas estejam presentes nos estatutos sociais de companhias brasileiras.⁹⁶

Assim, depreende-se que, no Brasil, as *poison pills* são relacionadas diretamente com controle definido:⁹⁷ elas permitem que o controlador mantenha o controle com menos ações do que o necessário em um ambiente apenas com ações ordinárias. Curiosamente, o gráfico comparativo a seguir mostra que as companhias organizadas de forma pulverizada não apresentavam *poison pills*; as companhias que mais apresentavam esses mecanismos no momento de sua oferta pública inicial eram aquelas cujo controle é classificado como definido (majoritário ou compartilhado), situação que não geraria a necessidade de mecanismo de proteção à dispersão acionária.

GRÁFICO 19: TIPO DE CONTROLE RELACIONADO AO USO DA POISON PILL



Uma variante dessa cláusula é a *poison pill* com cláusula pétrea. Os dados das companhias mostram que 36% em média das companhias que realizaram ofertas públicas iniciais em 2007 tinham essa cláusula pétrea.

GRÁFICO 20: *POISON PILL* COM CLÁUSULA PÉTREA

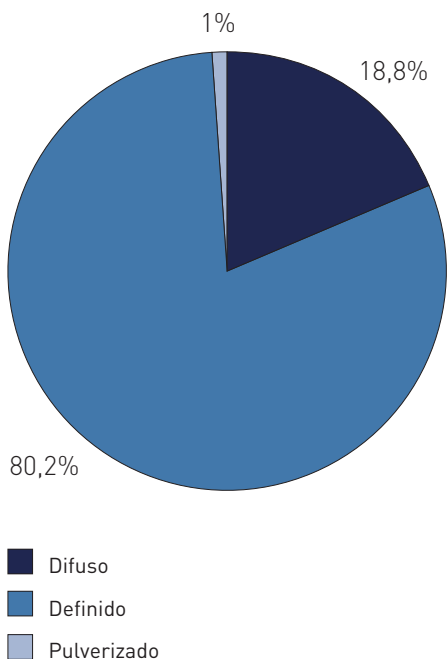
Todos os códigos de boas práticas de governança corporativa são contrários a medidas defensivas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores, tais como existência de parâmetros definitivos ou irreais de preço e acionamento mediante aquisição de participação acionária não relevante ou que não configure tomada de controle.⁹⁸ Nesse sentido, a CVM se manifestou em abril de 2009 por meio da edição do Parecer de Orientação 36, concluindo que a aplicação concreta dessas disposições é incompatível com diversos princípios e normas da Lei Societária, em especial os dispositivos previstos nos artigos 115, 121, 122, I, e 129.⁹⁹

Assim, essas cláusulas de defesa não podem representar impedimento absoluto à tomada de controle da companhia, mas devem ser sempre estabelecidas com razoabilidade, de modo a consistir em obstáculo proporcional ao ataque contra o qual serão utilizadas. Ademais, esse elemento de equilíbrio é fundamental na exoneração de responsabilidade da administração da companhia, segundo ALLEN e KRAAKMAN (2003).

7.7. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E PODER DE CONTROLE

Analisou-se a estrutura de propriedade das 96 companhias, e o resultado foi o seguinte: 80% das companhias possuíam controle definido; 19%, controle difuso; e apenas 1% apresentou estrutura de propriedade pulverizada (que se restringiu apenas a ofertas públicas de 2007).

GRÁFICO 21: TIPOS DE CONTROLE DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO ENTRE 2007 E 2011

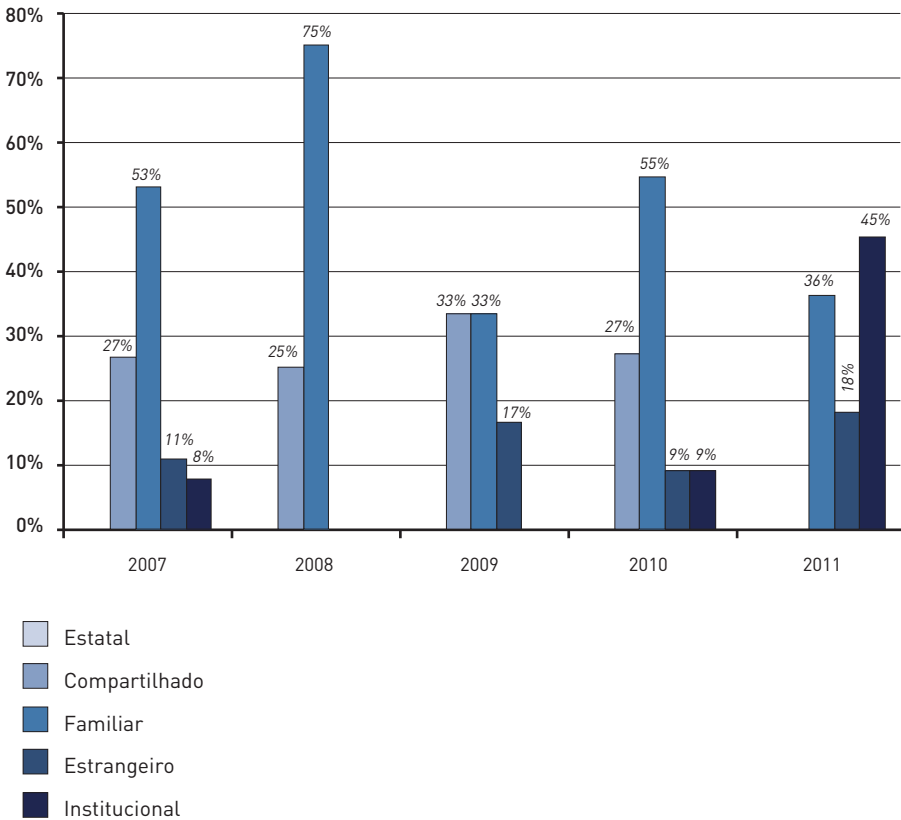


Referido dado confirma que a estrutura de propriedade das companhias brasileiras continua a ser predominantemente concentrada,¹⁰⁰ apesar de se divulgar bastante a emergência de algumas poucas companhias com estrutura dispersa ou pulverizada.

Quanto ao tipo de controle, nas companhias que realizaram oferta pública inicial no período o controle familiar ainda é majoritário, seguido do controle compartilhado. Em 2008, as companhias com controle familiar representaram 75% das ofertas e em 2009 representaram 40%, uma vez que companhias com controle estrangeiro e institucional

abriram o capital naquele ano. Ressalta-se que nenhuma companhia com participação do Estado abriu capital durante todo o período compreendido pelo estudo.

GRÁFICO 22: TIPOS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPO DE 2007 A 2011



7.8. POLÍTICAS DE TRANSAÇÃO COM PARTES RELACIONADAS

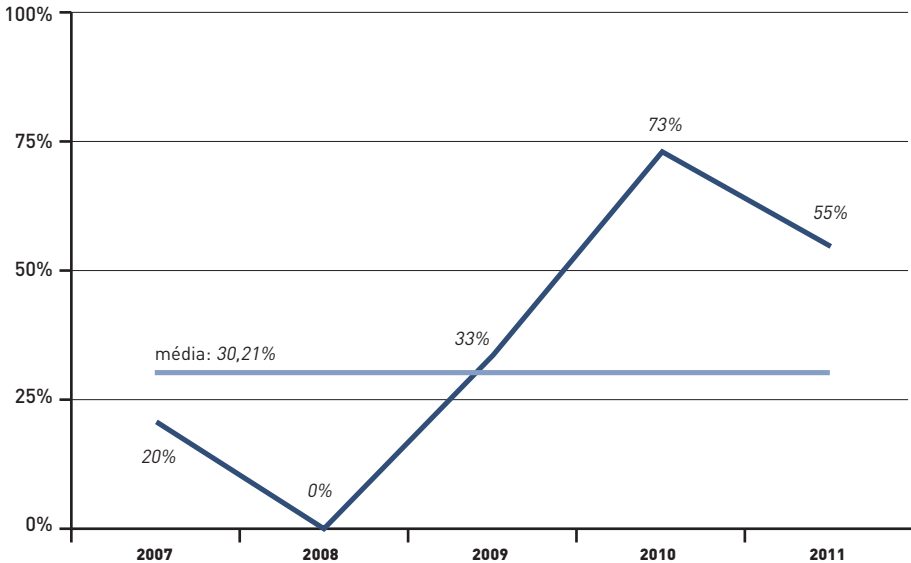
Regras que tratem de transações com partes relacionadas são essenciais para a credibilidade da companhia perante seus acionistas, no sentido de comprovar que tais transações são realizadas de forma equitativa e em condições de mercado, sugerindo uma menor probabilidade de extração, do controle, de benefícios privados. Um maior número de companhias que, no evento da oferta pública, apresentam

regras ou políticas de transações com partes relacionadas representaria um avanço significativo em termos de governança corporativa das companhias brasileiras.

Ressalta-se que a existência dessas políticas não é obrigatória por lei; apenas a divulgação das próprias transações — já ocorridas — deve obrigatoriamente constar do prospecto, das notas explicativas das demonstrações financeiras e dos formulários de referência (obrigatório desde 2010). Contudo, a divulgação das transações com partes relacionadas difere da divulgação de políticas acerca do tratamento interno dessas transações antes de sua ocorrência, isto é, refere-se a políticas internas da companhia que deem tratamento específico a tais transações, tais como a sujeição à aprovação do conselho de administração ou apenas dos conselheiros independentes, por exemplo.

Os dados das companhias que realizaram oferta pública inicial de ações mostram que apenas 30,21% delas possuíam — no momento da abertura de capital — regras ou políticas para transações com partes relacionadas. A análise feita ano a ano evidencia um aumento da divulgação dessas políticas: em 2009, 33% das companhias que realizaram IPOs empregaram tais políticas. enquanto em 2010 e 2011 as companhias que realizaram oferta pública e apresentaram regras ou políticas de transações com partes computaram 73% e 55%, respectivamente.

GRÁFICO 23: EXISTÊNCIA DE POLÍTICA PARA TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NAS COMPANHIAS QUE REALIZARAM IPOs NOS ANOS 2007 A 2011



Os temas “transparência” e “existência de regras acerca de transações com partes relacionadas” ganham cada vez mais destaque no mercado de capitais e, no Brasil, estão diretamente relacionados aos benefícios privados decorrentes do controle¹⁰¹ (dado que a maior parte dessas transações se dá entre controlador e controlada ou coligada), ou seja, benefícios exclusivos dos controladores em razão de seu *status* dentro da companhia e que não abrangem, por exemplo, os minoritários.

Como a existência de regras ou políticas de transações com partes relacionadas não é obrigatória às companhias, pode-se depreender que, apesar da melhora no quadro nos últimos anos, as companhias brasileiras preferem, em média, ater-se às obrigações legais, evitando aderir a práticas de governança corporativa que excedam ao modelo regulatório proposto.

8. CONCLUSÕES

Esta pesquisa buscou descrever as características das companhias que realizaram ofertas públicas iniciais entre os anos de 2007 e 2011 no Brasil. O fio de Ariadne que conduziu o estudo foi a governança corporativa, isto é, o conjunto de boas práticas que visam a: dirimir problemas de agência gerados por conflitos de interesses (conflitos em grande parte entre controladores e minoritários, no contexto brasileiro); estabelecer pesos e contrapesos na administração da companhia, de forma a garantir sua perenidade; incrementar a transparência das companhias e de sua gestão; e, por fim, aumentar o acesso a capital a custo mais baixo.

Além de uma mera descrição, que pode ser de grande valia devido à escassez de trabalhos referentes ao mercado de capitais brasileiro, em comparação a outros mercados, buscou-se formular algumas hipóteses a serem confirmadas ou refutadas durante a pesquisa. A descrição das práticas de governança das companhias que efetuaram seus IPOs no período pode ser de interesse de operadores de mercado, advogados, juristas e reguladores.

Devido à limitação de qualquer trabalho acadêmico, é impossível responder a todas as perguntas ou a todas as hipóteses que surgiram no decorrer do trabalho, podendo ser estudadas por pesquisas ulteriores. Contudo, este trabalho conseguiu responder a perguntas importantes e também colocar em dúvida algumas suposições provenientes do “senso comum”.

Foi possível, por meio da pesquisa empírica, contradizer o entendimento, amplamente disseminado, de que as companhias que realizaram seu IPO antes da crise de 2008 eram “novatas” e “oportunistas” por ir a mercado no período de supervalorização. Verificou-se que a grande maioria dos IPOs de 2007 foi de companhias com mais idade do que a média, razão pela qual não podiam ser consideradas “novatas”. Por outro lado, percebeu-se que muitas companhias talvez não tivessem o perfil adequado para se tornarem companhias listadas, mas, atendendo aos interesses de um mercado aquecido que supervalorizava ações e com auxílio de bancos coordenadores que realizavam *equity kicking*, acabaram optando por fazer prematuramente o IPO. O resultado de uma desvalorização de mais de 40% permite indagar se essas companhias tinham de fato o perfil para se tornarem abertas ou se foram simplesmente supervalorizadas.

A análise empírica também mostra que os setores mais recorrentes nas ofertas de 2007 a 2011, notadamente o de construção e engenharia e o de intermediação financeira, foram afetados por crises posteriores, incluindo problemas de insolvência e aquisições nos anos seguintes.

Os achados em relação ao funcionamento do conselho de administração coloca em dúvida a efetiva adoção de boas práticas previstas nos códigos de governança. Em geral, há reuniões bimensais e os comitês de assessoramento são não estatutários — o que pode dificultar a responsabilização (*accountability*) dos membros desses órgãos.

Também se conseguiu comprovar, com os dados, que as companhias que detinham *poison pills* eram relacionadas diretamente com controle definido, com a finalidade de perpetuar o controle sobre a companhia com menos ações do que o necessário — mesmo em ambiente que exige apenas ações ordinárias, como o Novo Mercado. O oposto também foi verificado: companhias com estrutura pulverizada não apresentavam *poison pills*.

A informação de que as companhias brasileiras estão mudando sua estrutura de propriedade e de que o mercado brasileiro está se “desenvolvendo à luz das *corporations* norte-americanas” mostrou-se passível de contestação. A análise da estrutura de propriedade das 96 companhias evidenciou que 80% delas possuíam controle definido e 19%, controle difuso, sendo que apenas 1% apresentou estrutura de propriedade pulverizada (restrita a ofertas públicas de 2007). Assim, a afirmação de que o mercado brasileiro se modificou por conta da ascensão de companhias pulverizadas pode ser questionada, em decorrência de sua excepcionalidade em nosso mercado. Adicionalmente, o controle que prevalece nos IPOs é o familiar, seguido do controle compartilhado.

Finalmente, percebe-se uma mudança de paradigma na postura das companhias abertas, no que tange à disponibilização de informações. Essa mudança ocorreu após o advento da Instrução Normativa CVM 480, de 2009, que instituiu a obrigatoriedade do preenchimento de formulário de referência, bem como da divulgação de remuneração de administradores. Outro exemplo referente à divulgação de informações por norma cogente foi a necessidade de divulgação de informações financeiras no padrão IFRS.

As alterações ocorridas no marco regulatório, no sentido de fortalecer e aprofundar a abrangência e a qualidade da informação prestada pelas companhias abertas, faz presumir que a evolução positiva

observada nesse sentido pode ser fruto primordialmente de imposição legislativa, e não de resposta voluntária à pressão do mercado de capitais. Vale dizer, a análise empírica sugere que as companhias participantes da amostra consideraram a transparência das informações financeiras e não financeiras como um fator importante apenas quando sob norma cogente.

As informações acerca das características de nossas companhias e de nosso mercado são fundamentais para se buscar uma evolução no sentido da aplicação e da exigência de melhores práticas. Para tanto, são imprescindíveis outros trabalhos que façam refletir acerca da realidade que temos e daquela que buscamos.

NOTAS

1 Considera-se que o tema “governança corporativa” foi “inaugurado” no Brasil em 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), então Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Contudo, a problemática envolvida pelo tema é natural de qualquer organização e certamente já existia, mais ainda em relação às grandes companhias.

2 Os conflitos de interesses são inerentes a quaisquer companhias — independentemente de sua estrutura de propriedade ser concentrada ou dispersa — e advêm de comportamentos voltados para interesses individuais em detrimento de um contexto social. Esses conflitos estão diretamente relacionados ao que se chama “*agency problem*”. Os “problemas de agência” geram custos, e a função das práticas de governança corporativa é tentar reduzi-los ao máximo. JENSEN e MECKLING (1976, p. 6) define *agency problem* da seguinte forma: “the problem of inducing an ‘agent’ to behave as if he were maximizing the ‘principal’s’ welfare is quite general. It exists in all organizations and in all cooperative efforts – at every level of management firms, in universities, in mutual companies, in cooperatives, in governmental authorities and bureaus, in unions, and in relationships normally classified as agency relationships such as those common in performing arts and the market for real estate”.

3 Faz-se essa ressalva pois existem diversos estudos empíricos sobre práticas de governança corporativa, estrutura de propriedade, transparência e desempenho realizados por pesquisadores das áreas de administração, economia e contabilidade, tais como LEAL *et al.* (2005), CARVALHAL DA SILVA e LEAL (2003), SILVEIRA e BARROS (2007), SILVEIRA *et al.* (2007) entre muitos outros. Contudo, ainda são raros os estudos empíricos que abordem o tema sob o aspecto jurídico: ver SILVEIRA, PRADO e SASSO (2008), BLACK, CARVALHO e GORGA (2009), DONAGGIO (2012) e GELMAN (2012).

4 As operações de oferta pública inicial de ações (OPA) também são mencionadas pelo seu termo em inglês: “*initial public offerings*” (IPOS).

5 Esta pesquisa foi conduzida entre 2012 e 2013, analisando-se, portanto, os dados disponíveis em 2012 referentes às ofertas públicas iniciais que ocorreram até o final de 2011. Esta pesquisa também não desconsiderou o período em que se iniciou a crise do setor financeiro, a partir do final do ano 2008, que resultou em um divisor de águas no mercado de capitais brasileiro. Por isso, este estudo leva em conta essa distinção de períodos e,

quando necessário, ressalta as diferenças entre as práticas das companhias antes e depois da crise, durante o período estudado.

6 O período de 2004 a 2007 foi de grande euforia no mercado acionário brasileiro em consequência de alguns fatores, tais como a conjuntura econômica favorável do país, a facilidade de acesso ao crédito (nacional e internacionalmente) e a “popularização” dos níveis especiais de listagem da BM&FBovespa. Conjuntamente, esses fatores atribuíram credibilidade às companhias que abriram seu capital nesses níveis durante o período. Consequentemente, esse foi o período em que um maior número de companhias realizou suas ofertas públicas iniciais: 113 companhias, número cerca de 20 vezes superior às companhias que abriram seu capital nos oito anos anteriores no Brasil. Ver DONAGGIO (2012, p. 72).

7 Apesar de a definição de acionista controlador estar presente na Lei das Sociedades Anônimas (art. 116 e 117, Lei 6.404/1976), até o advento da Lei 6.404/1976 não havia no direito brasileiro uma definição legal de controle.

8 COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008) explicam ser o controle externo aquele exercido por alguém que não é acionista nem ocupa cargos em órgãos de administração ou fiscalização da companhia, isto é, o controlador não é seu administrador e muito menos seu acionista.

9 LSA, art. 116: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da companhia, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

10 Enquanto no âmbito tradicional da BM&FBovespa não há percentual mínimo de manutenção de ações em circulação, existe a exigência mínima de 25% de *free float* para os três níveis especiais de listagem (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) e também para companhias listadas no nível “de acesso” (BovespaMais), que é de 25% até o sétimo ano de listagem.

11 Conferir, ainda, COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008).

12 O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (“Código do IBGC”) prevê que mecanismos de proteção à tomada de controle “devem atender aos princípios da boa governança corporativa e prever, de maneira explícita, que o Conselho de Administração se envolva nas discussões e se posicione a respeito”. Ver Código IBGC (2009, p. 26).

13 O que foi comumente chamado no Brasil de “*poison pill*” é na verdade fruto de uma impropriedade terminológica em relação a outros mecanismos (*takeover defenses*). Os objetivos de coibir as práticas hostis são os mesmos, mas o “efeito venenoso” da cláusula de proteção à dispersão acionária utilizada no Brasil é diverso dos efeitos das *poison pills* “clássicas”. De acordo com NASCIMENTO (2011, p. 49), “De um lado, as *poison pill* clássicas estabelecem que o acionista que ensejou o ‘disparo’ da *poison pill* estará excluído do plano de direitos atribuíveis aos acionistas, não lhe sendo permitido exercer direitos de aquisição ou subscrição de ações a preços inferiores àqueles praticados pelo mercado. De outro lado, as cláusulas estatutárias de proteção à dispersão acionária estabelecem que o acionista que adquirir ações em quantidade igual ou superior a determinado percentual de participação acionária deverá realizar oferta pública para aquisição da totalidade das demais ações de emissão de tal companhia”. Os mecanismos utilizados na prática no Brasil são conhecidos no exterior como medidas “afasta-tubarão” (*shark repellents*) ou disposições “porco-espinho” (*porcupine provisions*).

14 A *poison pill* foi criada nos Estados Unidos na década de 1980 por Martin Lipton, um dos sócios-fundadores do escritório de advocacia Watchell, Lipton, Rosen & Katz.

15 Conforme previsto na LSA, Art. 254-A, §§ 2º e 3º, cabe à CVM autorizar essa alienação de controle — desde que respeitadas suas condições —, além de estabelecer as normas a serem observadas.

16 O direito de saída (*exit rule*) pode ser justificado pelas características pessoais que motivariam o vínculo entre controlador e demais acionistas, uma vez que, quando estes decidiram participar da companhia, possivelmente depositaram a sua confiança na base de controle anterior da companhia (uma verdadeira relação de *intuitu personae*).

17 No mais, as respectivas deliberações devem observar os preceitos legais e estatutários de convocação, instalação e quórum, a fim de possuir validade e eficácia.

18 Ademais, PAILLUSSEAU (1967, p. 46-47) conclui o autor, de forma contrária ao apregoadado por COMPARATO (1995), que: “La conception

démocratique de la société a eu une vogue certaine pendant les premières décennies de ce siècle. On s’est aperçu depuis qu’elle était fautive et l’évolution du droit des sociétés tend au contraire à concentrer et à unifier le pouvoir aux mains de certaines personnes. Une telle évolution de la pensée et du droit était parfaitement normale car l’homogénéité des actionnaires que postulait cette construction n’existe pas. En fait, certains actionnaires dirigent seuls les affaires sociales et ils ont réussi à faire admettre leur droit au contrôle”.

19 LSA, art. 15: “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. §1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes. §2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”.

20 LSA, art. 111: “O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109. §1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso. §2º Na mesma hipótese e sob a mesma condição do § 1º, as ações preferenciais com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito. §3º O estatuto poderá estipular que o disposto nos §§ 1º e 2º vigorará a partir do término da implantação do empreendimento inicial da companhia”.

21 LSA, art. 110: “A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. §1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. §2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”.

22 Código do IBGC (2009), item 1.3, “Acordos entre os sócios”: “Os acordos entre sócios que tratem de compra e venda de suas participações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle: Devem estar disponíveis e acessíveis a todos os demais sócios. Nas companhias abertas, deverão ser públicos e divulgados no website da organização e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Devem conter mecanismos para resolução de casos de conflito de interesses (vide 6.2) e

as condições de saída de sócios (vide 1.7); Não devem 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 organização. Esse dever deve sobrepor os interesses particulares daqueles que os indicaram (vide 2.1); Devem abster-se de tratar sobre a indicação de quaisquer diretores para a organização (vide 3.2)”.

23 Segundo classificação de CUNHA (2006), os conflitos podem ser divididos em: (1) conflitos entre o acionista controlador e o acionista minoritário; (2) conflitos entre os acionistas controlador e minoritário e a companhia; e (3) conflitos entre os administradores e a companhia.

24 O disposto no §1º do Art. 115 da LSA prevê hipótese de conflitos de interesses, em que a lei vai além do prescrito a respeito do exercício de voto no interesse da sociedade, na medida em que proíbe o acionista de exercê-lo em virtude do conflito: “§1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-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”.

25 Para COMPARATO e SALOMÃO FILHO (2008), diante de uma realidade de desconcentração do controle, o mais viável seria a adoção de uma solução organizativa (tentativa de resolver nos órgãos societários o problema de conflito), ao passo que, ante uma realidade de concentração, o mais viável seria a regra de conflito, ainda que não seja essa a mais eficaz das fórmulas, já que envolve menos mudanças estruturais.

26 Nesse sentido, ver Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977.

27 Nesse sentido, ver Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2002/1153.

28 Além disso, por meio da redução dos custos de transação, as trocas são facilitadas e evita-se o comportamento oportunista — motor dos conflitos de interesses.

29 LSA, art. 109: “Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”.

30 Do ponto de vista legal, o dividendo é parte do lucro da companhia que cabe a cada ação, à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reservas de lucros e, em se tratando de preferenciais, à conta de reserva de capital, caso o lucro do exercício seja insuficiente (art. 17, § 5º, LSA).

31 A lei não permite que sejam distribuídos dividendos se, efetivamente, não observado lucro líquido no respectivo período.

32 De forma que ficam obrigados a repor à companhia a importância distribuída, excluídos apenas aqueles que manifestaram expressamente sua discordância, nos termos da lei, assim como os acionistas que tenham recebido os dividendos de boa-fé, que, portanto, não estão obrigados a restituí-los.

33 Ainda mais se diante de desconfiança em relação à capacidade da administração de gerar lucros.

34 Cf. Código do IBGC (2009, p. 29).

35 Conforme disposto no Código do IBGC (2009, p. 37), “o conselheiro independente caracteriza-se por: 1. Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital; 2. Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador; 3. Não estar vinculado por acordo de acionistas; 4. Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 (três) anos; 5. Não ser ou ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada; 6. Não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização; 7. Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização; 8. Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição); 9. Não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período; 10. Não ser membro de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas; 11. Manter-se independente em relação ao CEO; 12. Não depender financeiramente da remuneração da organização”.

36 Definição de “conselheiro externo” retirada do Código do IBGC (2009, p. 36).

37 Stanley Milgram, da Universidade de Yale, publicou em 1963, diversos experimentos que consistiam em analisar a ação de duas pessoas, sendo uma delas um ator profissional pago para realizar o experimento, denominado de “*learner*”, e outra uma pessoa desconhecida (voluntário — o *teacher*) a quem era dito, falsamente, que o *learner* era, na verdade, o objeto do referido estudo. O teste consiste na realização de perguntas ao *learner* e, em caso de erro, na aplicação de choques elétricos cada vez mais fortes pelo voluntário (*teacher*). Caso o *teacher* se recusasse a aplicar os choques, o responsável pela pesquisa deveria dizer que o experimento deveria continuar. A maior parte dos *teachers* não se importou em dar choques elétricos de alta voltagem em desconhecidos. Esses experimentos foram refeitos em diversos países e os resultados foram muito semelhantes ao encontrado por Milgram. O resultado principal do experimento foi Milgram ter comprovado que as pessoas possuem uma natureza de obediência a uma autoridade, uma vez que “self-perceptions of ‘duty’ and ‘loyalty’ seemed to induce positive feelings and this promoted obedience”. Ver também MORCK (2007).

38 LSA, art. 160: “As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”.

39 Para uma divisão mais específica sobre as principais formas de remuneração existentes, ver CARMO e SILVEIRA (2011, p. 172).

40 Nesse sentido, ver LLEWELLYN (2004).

41 De acordo com BEBCHUK e FRIED (2003, p. 76), “To avoid or minimize outrage resulting from outsiders’ recognizing the presence of rent extraction, managers have a substantial incentive to obscure and to try to legitimize – or, more generally, to camouflage – their extraction of rents”.

42 Sobre o assunto, MIRZA *et al.* (2008, p. 21) afirmam que: “The adoption of standards that require high-quality, transparent, and comparable information is welcomed by investors, creditors, financial analysts, and other users of financial statements. Without common standards, it is difficult to compare financial information prepared by entities located in different parts of the world. In an increasingly global economy, the use of a single set of high-quality accounting standards facilitates investment and other economic decisions across borders, increases market efficiency, and reduces the cost of raising capital”.

43 O IASC era composto por entidades de contabilidade de todo o mundo que emitiam os chamados International Accounting Standards (IAS).

Em 2001, com a adoção dessas normas pela União Europeia, o IASC tornou-se IASB e manteve mesma estrutura e as mesmas responsabilidades. O IASB passou a revisar as antigas normas e a editar novas, com o mesmo intuito de padronização das informações financeiras de companhias abertas.

44 Esse “Framework” lida com os objetivos das demonstrações financeiras, com suas premissas, com características qualitativas que determinam sua utilidade, com a definição, o reconhecimento e a mensuração de elementos que as constroem, entre outros conceitos. Ele serve como guia para os contadores lidarem com problemas do dia a dia para os quais não haja norma específica regulada.

45 Em 2005, foi criado por resolução do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), responsável por emitir normas contábeis adequadas aos padrões internacionais.

46 Prova disso está no fato de que, para o investidor, só é viável operar em mercados em que se sente confiante com as informações disponíveis. Assim, sobre o tema, PADOVEZE *et al.* (2012, p. 9) afirmam que: “Os investidores são atraídos para mercados que conhecem e nos quais confiam. Por essa razão, os países que adotam normas contábeis reconhecidas internacionalmente, e por eles entendidas, terão significativa vantagem sobre os demais”.

47 Um exemplo básico de como a diferença dos padrões contábeis pode gerar resultados distorcidos e, conseqüentemente, desconfiança do investidor, é o da companhia Telemar. Em 1999, a companhia divulgou no Brasil prejuízo de 286 milhões de reais. No entanto, pelo padrão americano de contabilidade, o prejuízo ultrapassava 1 bilhão de reais.

48 Dentre as mudanças, pode-se destacar: (1) a proibição de reavaliação de ativos; (2) a necessidade de ajuste a valor presente de ativos de longo prazo; (3) a imposição da divulgação do fluxo de caixa no lugar da demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR); e (4) a possibilidade de a CVM adotar normas contábeis de acordo com os padrões internacionais.

49 Sobre o assunto, o Guia PwC/IBRI (2010, p. 10) aponta que: “O IFRS é baseado em princípios, não em regras detalhadas, por isso permite vários tratamentos contábeis para as mesmas circunstâncias. Aparentemente, essa característica poderia ser interpretada como uma fragilidade. No entanto, é muito mais difícil não refletir a essência econômica em normativos baseados em princípios do que em normativos baseados em regras, dado que, no IFRS, deve necessariamente observar o conceito da prevalência da essência sobre a forma”.

50 Tal problemática já foi percebida pelo mercado brasileiro. Na Conferência IFRS, realizada em 16 de abril de 2013, Alexsandro Broedel, diretor de controle financeiro do Itaú Unibanco e professor da Universidade de São Paulo (USP), alertava para a falta de profissionais preparados para o nível de especialização e mudança de paradigma da contabilidade orientada pelo IFRS: “o IFRS exige todo um arcabouço institucional. É onde o abismo entre a norma e o profissional que as universidades brasileiras vêm formando se mostra mais gritante”. VIRI (2013). Em mesma reportagem, o autor comenta, com base na fala de Broedel na referida conferência, o “avanço inegável da qualidade das demonstrações financeiras após a adoção do IFRS”.

51 Por exemplo, pela obrigatoriedade da avaliação de ativos pelo seu valor justo ou valor presente.

52 Em artigo à *Texas Law Review*, HU (2012) afirma também que o “[disclosure] would both help investors make better decisions and help deter abusive behaviour”.

53 CVM, Processo n. RJ-12818/2003, Rel. Dir. Eli Loria, v.u., j. 15-10-2004.

54 LSA, art. 157: “O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. §1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. §2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. §3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem. §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos

órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. §5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. §6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia”.

55 Uma lista exemplificativa de decisões que são consideradas relevantes pode ser encontrada na Instrução CVM 358/2002, art. 2º.

56 Em seus Cadernos explicativos, a CVM expõe claramente sua função no mercado no que se refere a esse tema: “Ao determinar, em suas normas, que os diversos protagonistas do mercado prestem um amplo conjunto de informações sobre seus negócios e suas atividades, a CVM assegura àquele que procura o mercado as condições essenciais para a avaliação do risco das operações, sem incidir em perigosos julgamentos de valor” (Ver Cadernos CVM, A divulgação de informações. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1\(new\).asp#divulg](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1(new).asp#divulg)>. Acesso em: 10 abr. 2013).

57 Sobre o assunto, artigo de GYGAX e ONG (2011, p. 125) já afirmava que: “This [mitigating problems arisen from assymmetric information and hence increasing the amount of capital that outside investors are willing to contribute] can occur when investment banks, which act as underwriters, conduct the due-diligence process to uncover information about the firm’s future prospects and value. This information production role might decrease the information gap between underwriters, the issuer and the potential investor pool”..

58 Tal premissa está presente na seção 11 do Securities Act norte-americano, de 1933, e no artigo 56 da IN/CVM 400/2003.

59 Conforme os autores, o risco de espera é proveniente das possíveis mudanças das condições do mercado entre o momento em que a companhia verifica a necessidade de captar recurso e a efetiva emissão dos seus valores mobiliários; o risco de precificação envolve a valoração de seu valor de

mercado; e o risco de distribuição é proveniente da “dificuldade de venda dos papéis por quem não possui estrutura especializada”.

60 Ver EIZIRIK (2011, p. 166).

61 Na cláusula de garantia firme há o compromisso, por parte do banco, de subscrever totalmente os valores mobiliários a serem emitidos para posterior revenda ao público, ao passo que na colocação com melhores esforços não existe tal compromisso. Isso quer dizer que, quando há a cláusula de garantia firme do banco na operação, a companhia tem certeza de que venderá a totalidade das ações ofertadas — por exemplo, ficando a cargo do banco o risco de essas ações não serem vendidas no mercado.

62 Ver EIZIRIK (2011, p. 173).

63 Cf. WILLENBORG (1999, p. 266), “The auditor’s primary responsibility in an IPO is to express an opinion on the financial statements”..

64 O assistente de pesquisa Caio Siemionko também foi responsável pela análise dos dados relacionados à existência de políticas de transação com partes relacionadas que foram alocados na parte III deste relatório, a qual trata de questões relacionadas a estrutura de propriedade, no item 7.7.

65 Ressalta-se, porém, que algumas dessas companhias podem ter sido criadas recentemente, sendo fruto de transformações societárias, tais como fusão ou incorporação. Contudo, isso não exclui a possibilidade de seus negócios serem maduros no advento do IPO. Essa hipótese pode ganhar força com o fato de essas companhias terem tido maior valorização nos 12 meses seguintes (ver item 14, “Retorno das ações”).

66 Ver artigos da Revista Capital Aberto, tais como: “A conta é do mercado” (Ano 4, N 45, Maio/2007, p. 12-16); “A peneira começou a funcionar” (Ano 5, N 51, Novembro/2007, p. 12-16); “Sem sucesso por enquanto” (Ano 4, N 43, Março/2007, p. 22-25); “Do céu ao inferno” (Ano 5, N 54, Fevereiro/2008, p. 28-31), entre outras.

67 A população de companhias analisadas nesta pesquisa foi classificada nos 26 tipos estabelecidos pela BM&FBovespa: (1) construção e engenharia; (2) intermediários financeiros; (3) alimentos processados; (4) exploração de imóveis; (5) serviços financeiros diversos; (6) transporte; (7) serviços educacionais; (8) comércio e distribuição; (9) petróleo, gás e biocombustíveis;

(10) saúde; (11) previdência e seguros; (12) tecido, vestuário e calçados; (13) comércio; (14) energia elétrica; (15) programa e serviços; (16) serviços; (17) químicos; (18) agropecuária; (19) computadores e equipamentos; (20) equipamentos elétricos; (21) hotéis e restaurantes; (22) madeira e papel; (23) máquinas e equipamentos; (24) telefonia fixa; (25) materiais diversos; e (26) diversos.

68 Análise posterior poderá verificar se há relação entre setor e volume de captação. Esses dados poderiam confirmar ou refutar algumas hipóteses, tais como a existência de uma tendência de saturação de um setor ou a possibilidade de um IPO ter, isoladamente, influenciado a amostra em decorrência de seu grande volume de captação.

69 Estudos realizados em 2002, um ano após a instituição do IASB, apontavam que, para 71% dos maiores investidores institucionais do mundo, uma contabilidade transparente era fator determinante na escolha de novos investimentos.

70 A falta de divulgação de planejamento sobre a adequação ao padrão IFRS pode ter ocorrido devido à ausência — à época — de normas claras sobre a forma de contabilizar combinações de negócios. Faz-se tal ressalva uma vez que ocorreram muitas fusões e aquisições no período, antes e depois de companhias realizarem seus IPOs. A verificação desses casos pode, eventualmente, ser objeto de estudo de nova pesquisa.

71 Segundo SANTOS *et al.* (2009, p. 1), “Our results strongly support the conflict of interest hypothesis on pre-IPO loans, by showing that this lending practice is negatively related to post-IPO long run performance. Specifically, we observe that firms that go public by borrowing money from their underwriters experience an additional negative stock return of about 36% one year after their IPO and still a worse stock performance two and three years after going public. We also find some evidence of market timing activity by firms characterized by financial ties with their underwriting banks, especially when investment banks have significant shareholdings. The results have a direct policy implication for regulators, since they evidence how a loose regulation allowing conflict of interest by investment banks could harm both companies and their investors, contributing to undermine the long term credibility of capital markets”.

72 SILVEIRA (2009).

73 A carteira teórica do Ibovespa é reavaliada ao final de cada quadrimestre a fim de manter no índice apenas ações de companhias que

atendam cumulativamente aos seguintes requisitos (com relação aos 12 meses anteriores à formação da carteira): “(i) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais; (ii) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total; (iii) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período”. Ver BOVESPA. *Índice Bovespa: definição e metodologia*. jan. 2008. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

74 A classificação dos conselheiros foi feita segundo definição do Código do IBGC (2009, p. 36-37). Nesse sentido, consideraram-se conselheiros independentes aqueles que se adequavam ao previsto no Código do IBGC: “O conselheiro independente caracteriza-se por: 1. Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital; 2. Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador; 3. Não estar vinculado por acordo de acionistas; 4. Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 (três) anos; 5. Não ser ou ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada; 6. Não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização; 7. Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização; 8. Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição); 9. Não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período; 10. Não ser membro de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas; 11. Manter-se independente em relação ao CEO; 12. Não depender financeiramente da remuneração da organização”. A classificação de conselheiros externos ocorreu também segundo o Código do IBGC, isto é, são conselheiros externos aqueles “que não têm vínculo atual com a organização, mas não são independentes. Por ex: ex-diretores e ex-funcionários, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, sócios ou funcionários do grupo controlador e seus parentes próximos, etc.”.

75 Todas as companhias que realizaram oferta pública no período analisado deviam cumprir essa exigência no período de até três anos do registro na Bolsa. As exceções foram: uma companhia que realizou IPO mas não em um dos segmentos especiais e cinco companhias que emitiram *Brazilian depository receipts* (BDRs), por serem consideradas estrangeiras.

76 A boa prática de se ter como presidente do conselho um conselheiro independente só foi verificada na ocasião da oferta pública de uma dentre as 96 companhias: Magazine Luiza S.A.

77 Para mais atribuições do comitê de remuneração, ver SILVEIRA (2010).

78 De acordo com o Código do IBGC (2009)), recomenda-se que o comitê de auditoria seja instituído com o objetivo de analisar as demonstrações financeiras, fiscalizar e supervisionar a área financeira da companhia e garantir que o trabalho da auditoria interna seja realizado de maneira satisfatória.

79 Desenvolvendo o argumento, quando os minoritários se sentem mais bem representados ou protegidos de possíveis abusos do controlador por meio da presença de conselheiros independentes ou representantes dos próprios minoritários no conselho, a necessidade de fiscalização dos atos empresariais *a posteriori* diminui ou deixa de existir, visto que os minoritários estão participando mais diretamente do processo decisório da sociedade.

80 Ver Anexo 24 da Instrução da CVM 480/2009, item 13.

81 No momento da publicação da referida instrução, estabeleceu-se o dia 30 de junho de 2010 como prazo para que as companhias entregassem seus formulários de referência, de forma que aquelas que não cumpriram com essas exigências foram multadas pela autarquia.

82 Ver HAIDAR (2010).

83 A repercussão e a controvérsia envolvidas na questão são tamanhas que, em março de 2013, em audiência pública da CVM que tratava de propostas de mudança no formulário de referência, esse ponto específico sequer foi discutido. Ver NEDER (2013).

84 Diante desses dados, é possível afirmar que a política de remuneração para os membros da diretoria parece estar balanceada, isto é, um pouco mais da metade do valor recebido possui caráter fixo, dando a eles segurança e certeza do recebimento deste, enquanto o restante, que representa quase a metade do total, serve para incentivar que os diretores assumam alguns riscos com relação a investimentos na companhia.

85 Essa porcentagem relativamente alta pode ser um fator preocupante, uma vez que, diferentemente da diretoria, o conselho não deve se valer dos

mesmos incentivos financeiros empregados em relação aos órgãos de gestão.

86 O processo administrativo sancionador é regulado pela Resolução 1657, de 1989, do Conselho Monetário Nacional, e suas hipóteses de aplicação são *numerus clausus* e estão listadas na Instrução Normativa CVM 251, de 1996.

87 Uma das hipóteses é a de os controladores não poderem se desfazer de suas ações (o quanto gostariam) visto que isso não geraria uma boa imagem da companhia aos futuros investidores, que poderiam ter receio de investir em uma companhia na qual o próprio controlador não tivesse mais interesse em participar.

88 Tem-se que a legislação vigente à época concedia incentivos fiscais que permitiam a amortização do ágio de aquisições. Ver notícia de Jornal Valor Econômico de 19 nov. 2009, “Empresas Aceleram Incorporações”.

89 A adesão ao Novo Mercado (ou qualquer outro nível de listagem da BM&FBovespa) se dá por meio da assinatura de contrato entre a companhia, seus administradores e acionistas controladores e a Bolsa, além da adaptação do estatuto da companhia de acordo com as regras contidas no Regulamento do Novo Mercado.

90 Os BDRs são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas com sede no exterior e são emitidos por instituição depositária no Brasil. É, portanto, uma opção para a companhia estrangeira que deseja captar recursos e/ou ser negociada no Brasil.

91 Deve-se ressaltar, contudo, que algumas companhias listadas no Novo Mercado ficaram com seu percentual de *free float* abaixo dos 25% exigidos pelo regulamento. Um desses casos é analisado em DONAGGIO (2012) Outros casos podem ser objeto de investigação posterior.

92 Tal proibição justifica-se pelo fato de que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Portanto, as ações ordinárias, ao assegurarem a seus titulares o direito de voto, apresentam maior grau de segurança, o que as aproxima de maneira mais nítida dos princípios da governança corporativa.

93 Ademais, o fato de a Bolsa de Valores ter realizado a fusão com a Bolsa de Mercadorias & Futuros no período também pode ter influenciado essa queda e a cautela do mercado e das companhias em ofertar novos

valores. O período conturbado de escassez de crédito e de pouca credibilidade com o setor financeiro fez com que investidores e companhias agissem com mais cautela acerca de seus empreendimentos e de eventuais novos IPOs.

94 Ver ainda, FAMÁ e IOVINE (2012).

95 Nesse sentido, ver o item 7.7, a seguir, que trata da estrutura de propriedade e poder de controle.

96 Cf. CARVALHOSA (2008).

97 Cf. NASCIMENTO (2011), vide rodapé 13.

98 De acordo com o Código do IBGC (2009, p. 26), não são “recomendadas cláusulas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores, tais como parâmetros definitivos ou irrealis de preço e acionamento mediante aquisição de participação acionária não relevante ou que não configure tomada de controle”.

99 Os artigos 121 e 122, inciso I, ao regularem os poderes outorgados à assembleia geral, dispõem que esta é soberana para deliberar sobre todos os negócios relativos ao objeto social, assim como pode ela alterar o estatuto social sempre que o interesse social assim o exigir. Referida soberania estaria sendo limitada pela disposição acessória que impõe um ônus significativo aos acionistas que aprovarem a supressão ou a alteração da *poison pill*. Ademais, o *caput* do artigo 115 determina que o acionista deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia, o que seria violado pela disposição acessória, quando impõe ônus econômico ao acionista, impedindo-o de suprimir a *poison pill* no interesse da própria companhia.

100 Nesse sentido, Calixto Salomão Filho, ao comparar o Brasil e a Alemanha aos Estados Unidos, onde há maior desconcentração acionária, ressalta que naqueles predomina a concentração, o que é confirmado pela presente pesquisa. Inclusive, conforme descrito por Calixto, parte da doutrina vê a concentração como forma de diminuir *agency costs*.

101 Ver NENOVA (2000).

REFERÊNCIAS

- ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ALLEN, William, KRAAKMAN, Reinier. Commentaries and cases on the law of business organization. New York: Aspen, 2003.
- BERTOLDI, Marcelo. Curso avançado de direito comercial: teoria do direito comercial, direito societário. São Paulo: Revista dos Tribunais, V. 1, 2001.
- BLACK, Bernard, CARVALHO, Antonio Gledson de, GORGA, Érica. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. University of Texas Law, Law and Econ Research Paper N. 109, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1003059>
- BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse. Executive compensation as an agency problem. Journal of Economic Perspectives, Harvard Law and Economics Discussion Paper N. 421, V. 17, p. 71-92, 2003.
- BOVESPA. Índice Bovespa: definição e metodologia. jan./2008. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2013.
- CAMARGOS, Daniella. Dupla ocupação: companhias chegam ao mercado com um só executivo nos postos de CEO e chairman e, assim mesmo, conseguem ótimas cotações. Será que o investidor liga mesmo para isso? Revista Capital Aberto, N. 33, p. 34-37, mai./2006.
- CARDOSO, Ricardo Lopes. Accounting regulation and regulation of accounting: theories and the Brazilian case of convergence to IFRS. Jul./2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1288068>> Acesso em: 12 jun. 2013.
- CARMO, Lie Uema do., SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Uma introdução à política de remuneração dos administradores. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro; SANTI, Eurico Marcos Diniz de (Coords.). Direito societário: estratégias societárias, planejamento tributário e sucessório. São Paulo: Saraiva, 2011. (Série GVlaw).
- CARVALHAL DA SILVA, Andre, LEAL, Ricardo. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. Coppead Working Paper Series N. 390. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>.
- CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4ª Ed., São Paulo: Saraiva, 2008.
- COASE, Ronald. The firm, the market and the law. Chicago: Chicago Press, 1988.
- COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício de voto acionário e alienação de controle empresarial. In: Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Editora Saraiva, 1995.
- _____. O direito ao lucro nos contratos sociais, direito empresarial: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____, SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 4ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. Estrutura de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

DAVIES, Paul, HOPT, Klaus. Control transactions. In: KRAAKMAN, Reinier, DAVIES, Paul, HANSMANN, Henry, HERTIG, Gerard, HOPT, Klaus, KANDA, Hideki, ROCK, Edward. The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach., New York: Oxford University Press, p. 157-192, 2004.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança corporativa e Novo Mercado: proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 2ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMÁ, Rubens, IOVINE, Andressa. O que revelam os estudos publicados no Brasil sobre política de dividendos?. RAE, V. 52, p. 1-15, 2012.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. Estudo sobre políticas de dividendos desenvolvidos no Brasil. São Paulo, 2005.

GELMAN, Marina. O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Dissertação de Mestrado, DIREITO GV, 2012. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/10423?show=full>

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, V. 1, p. 50, 1990.

GYGAX, André, ONG, Stephanie. What do investment banks truly bring to the table? Abacus, V. 47, n. 2, p. 121-157, jun./2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1857285>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

HAIDAR, Rodrigo. Liminar desobriga executivos de divulgar salários. Conjur. Outubro de 2010. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2010-out-09/liminar-desobriga-executivos-divulgar-salarios-internet>>. Acesso em: 19 mar. 2013.

HU, Henry. Too complex to depict? Innovation, “pure information”, and the SEC disclosure paradigm. Texas Law Review, V. 90, n. 7, mai/2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2083708>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores Práticas de Governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 4ª Ed. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em: 20 mar. 2013.

IMISIKER, Serkan, TAS, Bedri Kamil Onur. Which firms are more prone to stock market manipulation? fev./2011. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1759201>. Acesso em: 20 mar. 2013.

JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (jul./1976), *Journal of Financial Economics*, V. 3, N. 4, 1976. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043>. Acesso em 01 nov. 2012.

JENSEN, Michael, MURPHY, Kevin. CEO Incentives: it's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, N. 3, mai.-jun./1990. In: JENSEN, Michael, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=146148>. Acesso em: 1 nov. 2012.

JORNAL VALOR ECONÔMICO. Empresas Aceleram Incorporações, 19 nov. 2009. Disponível em <http://www.valor.com.br/arquivo/794767/companhias-aceleram-incorporacoes>. Acesso em 19 março 2013.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Restrições a transferências de ações e alteração do poder de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, V. 153-154, p. 287-296, jan.-jul./2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, V. 1., 2004.

LEAL, Ricardo, CARVALHAL DA SILVA, Andre, *Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)*, mai./2005. Disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=726261>. LLEWELLYN, Don. Excessive Executive Compensation (principal symptom of poor corporate governance) Causes and Remedies. *Pennsylvania Bar Institute (Philadelphia Bar Association Tax Section Fall CLE) - Executive Compensation Post Sarbanes-Oxley Act*, PBI N. 3567. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=499842>. Acesso em: 1 nov. 2012.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

MILGRAM, Stanley. Behavioral Study of Obedience. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, V. 67, N. 4, p. 371-378, 1963.

MORCK, Randall. Behavioral Finance in Corporate Governance: Independent Directors and Non-Executive Chairs. Abr./2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=979880>. Acesso em: 1 nov. 2012.

MIRZA, Abbas Ali, HOLT, Graham, ORRELL, Magnus. *IFRS: practical implementation guide and workbook*. New Jersey: Wiley, 2008.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, p. 47, 2011.

NEDER, Vinicius. CVM: salário de executivo fica fora de plano de revisão. *Jornal O Estado de São Paulo*, São Paulo, 15 mar. 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-geral,cvm-salario-de-executivo-fica-fora-de-plano-de-revisao,147389,0.htm>>. Acesso em: 19 mar. 2013.

NENOVA, Tatiana. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, 2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=237809>.

OLIVEIRA, Luiz Ernesto Aceturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, p. 304-336, 2007.

PADOVEZE, Clóvis Luís, BENEDICTO, Gideon Carvalho de, LEITE, Joubert da Silva Jerônimo. Manual de contabilidade internacional: IFRS/US GAAP/BR GAAP - teoria e prática. São Paulo: Cengage Learning, p. 9, 2012.

PAILLUSSEAU, Jean. La société anonyme : technique d'organisation de l'entreprise. Paris: Sirey, 1967.

PONTES DE MIRANDA, Francisco. Tratado de direito privado. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954-1969, Tomo 1.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. Guia PwC/IBRI. IFRS e CPCs - A nova contabilidade brasileira. Outubro, 2010.

REVISTA CAPITAL ABERTO. A conta é do mercado, Ano 4, N. 45, mai./2007, p. 12-16.

_____. A peneira começou a funcionar, Ano 5, N. 51, nov./2007, p. 12-16.

_____. Sem sucesso por enquanto, Ano 4, N. 43, mar./2007, p. 22-25.

_____. Do céu ao inferno, Ano 5, N. 54, fev./2008, p. 28-31.

RIZZARDO, Arnaldo. Direito de empresa: Lei 10.406 de 10.01.2002. Rio de Janeiro: Forense, p. 540, 2009.

SADDI, Jairo. Conflito de interesse no mercado de capitais. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, p. 344-360, 2007.

SANTOS, Rafael Liza, SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres B. Pre-IPO lending from underwriters and negative ex-post performance: evidence of conflicts of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1328291>>. Acesso em: 14 set. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, PRADO, Viviane Muller, SASSO, Rafael de Campos. Related Party Transactions: Legal Strategies and Associations with Corporate Governance and Firm Value in Brazil, nov./2008). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1307738>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, BARROS, Lucas Ayres. Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil, jun./2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=923310>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, LEAL, Ricardo, CARVALHAL DA SILVA, Andre, BARROS, Lucas Ayres. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil, jun./2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=995764>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____. Sete erros, parte I: os equívocos cometidos pelas companhias que

aproveitaram o boom dos IPOs. Revista Capital Aberto, São Paulo, N. 71, p. 58-59, jul./2009.

VIRI, Natália. IFRS integra área contábil ao negócio. Jornal Valor Econômico, São Paulo, 17 abr. 2013. Caderno “Companhias”, p. B3.

WILLENBORG, Michael. Empirical analysis of the economic demand for auditing in the Initial Public Offerings market. Journal of Accounting Research 37, p. 225-238, 1999.

ISBN 978-85-64678-12-5

