

Governança Corporativa no Brasil: Algumas Discussões Envolvendo os Acionistas Minoritários e os Conselhos de Administração

Autores

SABRINA SOARES DA SILVA

Universidade Federal de Lavras

DENISE CARNEIRO DOS REIS BERNARDO

Universidade Federal de Minas Gerais

ANTÔNIO THIAGO BENEDETE DA SILVA

Universidade Federal de Lavras

PATRÍCIA APARECIDA FERREIRA

Universidade Federal de Lavras

Resumo

Um dos temas mais discutidos nos últimos anos no meio empresarial tem sido a governança corporativa. Nesse tema, a questão da proteção dos interesses dos acionistas minoritários tem recebido destaque tanto no Brasil como em diversos outros países. Este fato pode ser verificado pelas diversas ações que têm sido empreendidas tanto por iniciativa Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), ao implementar diferentes níveis de governança corporativa para as sociedades anônimas de capital aberto, como pela mídia em geral, que veicula notícias abordando o tema. Buscando aprofundar esse tema, o objetivo deste artigo foi demonstrar o destaque que vem sendo dado à importância da preservação dos direitos dos acionistas minoritários no Brasil bem como a relevância dos conselhos de administração na minimização dos conflitos de agência. Foi realizado um estudo exploratório a partir da análise de casos ocorridos no cenário brasileiro. Os resultados demonstraram a importância da atuação dos conselhos de administração na garantia da transparência das ações empresariais das companhias de capital aberto, da equidade de tratamento aos acionistas e prestação de contas.

1 Introdução

Segundo a visão da Comissão de Valores Mobiliários - CVM - (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Em seu conceito puro, deve servir a todos os envolvidos com a empresa ou suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua. Entretanto, os acionistas minoritários vêm recebendo cada vez mais atenção, já que no Brasil há um histórico de escândalos em que controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários.

Uma das mudanças mais importantes trazidas pela governança corporativa refere-se à percepção da informação. Há alguns anos, reter informação costumava ser visto como uma maneira de obter e manter o poder. Atualmente, o mercado exige cada vez maior participação na informação de forma transparente e imparcial. Assim, os controladores das empresas se vêem obrigados, moral e legalmente, a fornecerem informações a terceiros quando usufruir os recursos destes.

Nessa perspectiva, boas práticas de governança corporativa contribuem para minimizar o conflito de agência existente entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários. Uma relação de agência surge quando um ou mais indivíduos (principal) contratam outro indivíduo ou organização (agente) para realizar algum tipo de serviço e, para isso, o principal delega autoridade de tomada de decisão para esse agente (Brigham, 2001). Dessa relação podem surgir atritos que, na teoria econômica, convencionou-se chamar de conflito de agência. Essa tensão gerada pela separação entre propriedade e gestão empresarial começa quando os interesses do administrador não são os mesmos do titular da propriedade, e a preocupação maior deve ser a confluência desses interesses (IBGC, 2003). Além do conflito de agência entre gestores e titulares, a presença de grandes acionistas gera esse tipo de conflito também entre esses últimos e os acionistas minoritários, agravando os problemas de governança corporativa. Para Silveira (2002), esse tipo de conflito é ainda maior quando há percepção de que o controle é valorizado na empresa. Essa valorização pode ser evidenciada quando há um prêmio pela compra de ações do bloco de controle, o que não é oferecido aos acionistas minoritários.

Dessa forma, este artigo objetiva demonstrar o destaque que vem sendo dado à preservação dos direitos dos acionistas minoritários no Brasil bem como a importância dos conselhos de administração na minimização dos conflitos de agência, no contexto da governança corporativa.

Este trabalho está organizado em cinco seções. Após esta introdução, a seção dois apresenta os fundamentos teóricos utilizados na pesquisa, com ênfase nas ações empreendidas no Brasil para minimizar o conflito de agência, no âmbito das práticas de governança corporativa. A seção três descreve sua metodologia, visando responder ao objetivo do trabalho. A seção quatro discute alguns casos divulgados pela imprensa especializada, em que houve desrespeito aos acionistas minoritários. Finalmente, a seção cinco apresenta algumas conclusões, destacando a importância da atuação dos Conselhos de Administração para a garantia de boas práticas de governança corporativa.

2 Governança Corporativa no Brasil: um breve comentário

No Brasil, vários esforços no intuito de buscar normas que minimizem o conflito de agência predominante nas empresas brasileiras, conflitos entre os acionistas majoritários *versus* acionistas minoritários, têm sido empreendidos, tais como: a criação de classificações de transparência e do Novo Mercado, pela Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa; o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC; e a reforma na Lei das Sociedades Anônimas.

Para facilitar e incentivar a prática da governança corporativa pelas empresas, a Bovespa criou uma classificação para as companhias de acordo com a forma de governança corporativa adotada pelas mesmas e as informações prestadas ao público em geral. Essa classificação consiste nos níveis 1 e 2 de transparência e na participação no Novo Mercado. Para se enquadrar em um desses níveis, a organização precisa atender a uma série de

exigências da Bovespa, que vão além daquelas contidas na legislação das sociedades anônimas.

As Companhias do nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas neste nível são a manutenção de uma parcela mínima de ações de 25% do capital, melhoria das informações prestadas trimestralmente e divulgação de acordos de acionistas.

No nível 2, as companhias, além da aceitação das obrigações do nível 1, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, que englobam o mandato unificado de 1 ano para todo o conselho de administração, a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores da companhia, o direito de voto às ações preferenciais em alguns assuntos relevantes à empresa e a adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Para uma empresa entrar no Novo Mercado ela precisa aderir a um conjunto de regras societárias, além daquelas seguidas pelas organizações do nível 2, conhecidas como boas práticas de governança corporativa. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e traz, como principal inovação, a proibição de emissão de ações preferenciais. Essas organizações também precisam estender, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, cumprimento de regras de *disclosure* (transparência) em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Porém, a estrutura acionária da maioria das empresas de capital aberto que negociam suas ações na Bovespa ainda está longe do ideal. Valadares & Leal (2000) perceberam elevado grau de concentração de controle nessas empresas, além de observar que há a violação da regra uma ação - um voto. Leal et al. (2002) observaram que mesmo quando não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma significativa participação nos votos. Os prêmios de controle recebidos por esses acionistas compensam a desvalorização das ações sem direito a voto devido à expropriação dos acionistas minoritários, ou não há benefícios privados de controle significativos, ou ainda, eles detêm ações sem direito a voto por conta de sua liquidez.

Nos últimos anos, o desrespeito aos acionistas minoritários vem sendo crescentemente divulgado pelas mídias especializadas. Os interesses deles raramente são levados em conta, o que é preocupante para diversos estudiosos da governança corporativa e inspirou a nova Lei das Sociedades Anônimas.

O IBGC, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2004), discute amplamente esse assunto. Um dos aspectos mais importantes dessa discussão é a vinculação proporcional entre poder de voto e participação no capital, o que favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios. Para isso, sugere-se que as sociedades que planejam a abertura do capital devem contemplar exclusivamente ações ordinárias e aquelas com ações ordinárias e preferenciais já emitidas devem evoluir para o conceito de que uma ação equivale a um voto. Caso não seja possível, sugere-se que às ações preferenciais seja concedido direito de voto em determinadas situações, como transformações, cisão, incorporação, fusão, alienação de ativos relevantes, programas de remuneração em ações/opções, conflitos de interesses, avaliação de laudo de avaliação de bens.

Diferente do que tem acontecido em grandes empresas, o IBGC sugere que na transferência do controle societário, a oferta de compra de ações deve ser dirigida a todos os sócios, em iguais condições, e a preço transparente. Caso o adquirente pague um prêmio de controle, este deve ser dividido entre todos os sócios, indiferente se ele for ordinarista ou preferencialista. Dessa forma, ficaria garantido o direito de participação dos acionistas minoritários no caso de venda do controle da empresa.

A Diretoria deve fornecer informações claras e objetivas a todos os interessados na empresa. Esses interessados são, segundo o IBGC (2004), todos os indivíduos ou entidades que assumam algum tipo de risco, direto ou indireto, em face da sociedade. São os acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros. O executivo principal (CEO) e os demais diretores são responsáveis pelo relacionamento transparente com as partes interessadas e devem prestar todas as informações pertinentes tão logo estejam disponíveis. Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados.

A reforma da lei das sociedades anônimas trouxe inovações, como a proporcionalidade entre ações ordinárias e preferenciais passar a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei. Outra inovação seria a modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor, bem como o retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão da companhia.

A lei das sociedades anônimas também estabelece que os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% da classe terão direito, cada qual, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária. Outra novidade seria a melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação.

Ainda em relação a lei das sociedades anônimas seria feita a oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle. O fechamento de capital da companhia também deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: patrimônio líquido contábil; patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; fluxo de caixa descontado; comparação por múltiplos; cotação das ações no mercado; ou outro critério aceito pela CVM.

Outra medida a ser implementada seria a possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador. Também, foi alterado o conceito de valor mobiliário que agora passa a incluir também novos instrumentos, sempre atentando para a natureza de apelo à poupança popular que através deles possa se buscar.

A CVM passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprio; gozará de autonomia financeira, orçamentária e política, esta última garantida pela estabilidade de seus dirigentes; não estará subordinada hierarquicamente a qualquer outro órgão, embora esteja vinculada ao Ministério da Fazenda; e terá assegurada sua condição de autoridade administrativa independente, descabendo recurso

na esfera administrativa de suas decisões, exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Adicionalmente, houve a tipificação de crimes contra o mercado de capitais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

As características comuns às empresas que têm boas práticas de governança corporativa são, segundo o IBGC (2004) a transparência, a prestação de contas (*accountability*), a equidade e a responsabilidade corporativa. Essas práticas proporcionam aos proprietários de uma organização a gestão estratégica de sua empresa e a fiscalização da direção executiva, sendo o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal os órgãos responsáveis.

As ações das empresas que praticam a governança corporativa sempre foram mais valorizadas do que aquelas que não o fazem, mas somente em junho de 2000, quando a *McKinsey & Co*, em parceria com o Banco Mundial, conduziu a pesquisa “*Investors Opinion Survey*” junto a investidores, foi possível detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18 e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência (IBGC, 2004).

Os entrevistados classificaram como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina a defesa dos direitos dos acionistas, e a maior parte desses dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Isso se deve, em grande parte, à limitação e a má qualidade dos relatórios financeiros na América Latina e na Ásia, impedindo que os investidores confiem apenas em números.

Os investidores estrangeiros estão dispostos a pagar mais pelas ações e participações em empresas brasileiras caso as companhias nacionais tenham uma administração mais eficiente, ou, mais especificamente, com um bom projeto de governança corporativa.

Os prêmios são maiores na América Latina e na Ásia porque nessas regiões ainda há espaço para a administração melhorar e agregar valor à empresa. Nos EUA e Inglaterra, onde a governança corporativa está desenvolvida, o ágio é menor. Por esse motivo o prêmio médio a ser pago pelas ações das empresas brasileiras está entre os dez maiores.

O desrespeito aos direitos dos acionistas ainda é o principal problema da estrutura administrativa das empresas da América Latina, de acordo com os investidores estrangeiros. De nada adianta ter informações sobre a empresa se antes não são criados mecanismos para influenciar a administração.

Para normalizar os padrões de conduta dos conselhos de administração, diversos países criaram códigos com essa finalidade (Lins, 1999). No Brasil, foi criado, pelo IBGC, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que aborda temas como o relacionamento entre acionistas controladores e minoritários e o funcionamento do Conselho de Administração.

O Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), tem como função estabelecer estratégias para a empresa, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre

terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Assim, o Conselho de Administração tem papel fundamental na governança corporativa. Ele é o mecanismo principal para reduzir os custos de agência entre acionistas e gestores, e entre os acionistas controladores e minoritários (Silveira, 2002). Apesar de não ter o devido reconhecimento no Brasil, é obrigatório em toda companhia aberta, conforme a Lei das Sociedades Anônimas de 1976 (Lins, 1999).

Esse Conselho é um órgão deliberativo, legislativo e judiciário (Lodi, 1977). Seus membros são eleitos pelos acionistas, e suas funções são, principalmente, de controle e fiscalização dos diretores. Esse caráter tem fomentado discussões a respeito da necessidade de seus membros serem independentes da diretoria (Dutra & Saito, 2002). No Brasil, a intensidade da influência dos acionistas controladores sobre os membros do Conselho de Administração é que determina sua independência (Valadares & Leal, 2000).

Embora não seja uma unanimidade entre os autores, (Byrd & Hickman, 1992, e Agrawal & Knoeber, 1996, citados por Silveira, 2002) realizaram estudos que discordam. Há evidências, demonstradas por Rosenstein & Wyatt (1990, citados por Silveira, 2002), de que as ações das empresas nas quais a indicação de conselheiros externos é divulgada têm retornos acima da média.

Esse aumento da independência do Conselho também é inversamente proporcional ao tamanho deste. Além disso, uma empresa com Conselho menor tem melhores indicadores de rentabilidade, além de maiores incentivos ao bom desempenho do diretor executivo (Yermack, 1996, citado por Silveira, 2002).

Apesar da importância desta função, os Conselhos têm pouca capacidade de supervisão, já que os conselheiros independentes são minoria dentro dos órgãos da maioria das empresas de capital aberto (Dutra & Saito, 2002).

Os acionistas não controladores têm no Conselho de Administração sua maior possibilidade de participação na direção da empresa. Para facilitar a participação destes na eleição do conselho há o voto múltiplo e, quando o número de membros for inferior a cinco, os acionistas que representem 20% do capital com direito a voto elegerão um dos membros do conselho (Dutra & Saito, 2002).

O voto múltiplo consiste na atribuição, a cada ação, de um número de votos correspondente ao número de membros do conselho. Neste caso, cada ação tem direito a votos de número igual ao número de vagas no conselho. O resultado da eleição por esse mecanismo depende do número de ações possuídas, do número de cargos a serem preenchidos e da distribuição dos votos entre os candidatos, mas não alcança o resultado esperado.

O outro mecanismo, assim com o primeiro, não faz com que a participação de conselheiros independentes seja maior, constatando-se que os acionistas minoritários não utilizam a indicação de um membro do conselho. Isso pode ser causado também pelo número de ações desse tipo de acionista, que muitas vezes é inferior ao percentual requerido pela instrução da CVM.

O número de conselheiros externos deveria ser suficiente para que seus pontos de vistas tivessem peso nas decisões de estratégias, desempenho, e recursos, entre outras (Cadbury, 1993, citado por Lins, 1999). Se isso acontecesse, os interesses da empresa poderiam se sobrepor aos interesses da direção, o que levaria ao aumento do valor das ações.

Assim, a missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento. Nesse sentido, o Conselho de Administração deve ter pleno conhecimento dos valores da empresa, dos propósitos e crenças dos sócios e zelar pelo seu aprimoramento. Deve ainda prevenir e administrar situações de conflitos de interesses ou de divergência de opiniões, a fim de que o interesse da empresa sempre prevaleça.

3 Metodologia

Visto que o objetivo deste trabalho foi demonstrar o destaque que vem sendo dado à preservação dos direitos dos acionistas minoritários no Brasil bem como a importância dos Conselhos de Administração na minimização dos conflitos de agência, no contexto da governança corporativa, esta pesquisa possui caráter exploratório, pois, conforme Gil (1996), as pesquisas exploratórias têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses.

Segundo Malhotra (2001), o principal objetivo da pesquisa exploratória é prover a compreensão do problema enfrentado pelo pesquisador. A pesquisa exploratória é usada em casos nos quais é necessário definir o problema com maior precisão, identificar cursos relevantes de ação ou obter dados adicionais antes que se possa desenvolver uma abordagem.

Para o desenvolvimento de pesquisas exploratórias, destaca-se a abordagem qualitativa de pesquisa, por envolver a interpretação das particularidades dos comportamentos ou atitudes dos indivíduos (Bogdan e Bikley, 1994) e por proporcionar melhor visão e compreensão do contexto do problema (Malhotra, 2001).

Os dados foram obtidos a partir de fontes secundárias de informação, que, segundo Cooper & Schindler (2003), são interpretações de dados primários e incluem, entre outros, livros, dissertações, artigos, jornais e manuais. Alguns artigos foram obtidos mediante buscas na Internet.

4 Resultados e discussões

O desrespeito e a insegurança envolvendo os acionistas minoritários no Brasil afasta possíveis investidores no mercado de capitais brasileiros. De acordo com Nunes (2005), uma economia que precisa crescer a um ritmo de 5% ao ano para absorver a mão-de-obra parada não pode prescindir de um mercado de capitais forte. Nos últimos anos, porém, uma série de conflitos entre acionistas minoritários e controladores de algumas empresas vêm gerando insegurança entre os investidores que poderiam ser fonte de financiamento para a expansão das companhias.

O caso da Rhodia-Stern causou muita repercussão na imprensa, devido às queixas dos acionistas minoritários. O início dos problemas entre os acionistas controladores e minoritários desta empresa se deu quando a subsidiária da Rhodia francesa no Brasil foi vendida para o grupo italiano Gsolfi. Esse processo levantou muitas suspeitas, segundo Stuhlberger (2005), quanto às negociações e o Gsolfi tentou fechar o capital da empresa a revelia dos minoritários – cerca de 70% do capital da empresa.

Houve transferência de controle da empresa e, no processo, grande parte do valor pago foi utilizado para quitar a dívida de aproximadamente US\$ 100 milhões com a matriz da

empresa, a Rhône Poulenc francesa (Stuhlberger, 2005). Porém, essa atitude teria prejudicado os acionistas, pois devia ter sido feita uma reestruturação, já que, considerando-se a empresa tecnicamente falida, tanto os acionistas quanto os credores deveriam ser aquinhoados. Mas, como a dívida da Rhodia era com sua matriz, ela foi toda paga e o crédito transferido ao controlador.

Além disso, a taxa de juros que incidia sobre o empréstimo passou de 2% ao ano para 10% ao ano, fazendo com que a transferência de renda para a matriz fosse ainda maior (Aguilar, 2004; Stuhlberger, 2005). Na tentativa que a Rhodia, já com os novos controladores, fez para fechar seu capital, cerca de 40 acionistas minoritários, por meio de um acordo formal, impediram esse fechamento.

Esse caso representa bem o descaso dos controladores com os demais acionistas, pois a empresa optou por quitar sua dívida com a Rhône Poulenc, ignorando os interesses dos minoritários. A transferência de renda para a matriz foi ainda acentuada pela alteração da taxa de juros sobre a dívida, pouco deixando para remunerar os acionistas minoritários.

Outro descenso com os acionistas minoritários ocorreu em 2003, com a Cataguazes-Leopoldina, que convocou uma Assembléia Geral onde foi alterado o estatuto social, viabilizando o pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais com as reservas de capital da empresa, já que a Companhia não possuía lucros suficientes no exercício daquele ano para isso. Segundo a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC, 2005), tais medidas foram prejudiciais aos acionistas minoritários porque reduziu a base de cálculo dos dividendos mínimos a que eles tinham direito.

Além disso, dada a situação financeira da Cataguazes, não seria recomendável a distribuição de recursos nessas circunstâncias. A Companhia também vendeu duas centrais elétricas, contrariando sua tradição de construir usinas geradoras. Os acionistas minoritários viram nessa alienação uma tentativa de fechar o balanço de 2003 em boa situação, reduzindo os prejuízos acumulados, para poder distribuir dividendos. Porém, segundo a ANIMEC (2005), a empresa forneceu nesse momento informações apenas parciais ao mercado, visto que não anunciou o resultado do quarto trimestre de 2003.

Segundo Nunes (2005), a Cataguazes ficou três anos sem pagar dividendos a seus acionistas. A Lei das Sociedades Anônimas diz que, quando isso acontecer, as ações preferenciais passam a ter direito a voto nas decisões da companhia até que todas as pendências estejam equacionadas. Apesar da CVM ter aprovado o direito de voto para os acionistas preferenciais, a empresa não cumpriu essa determinação. Havia três liminares na justiça suspendendo os efeitos dessa Assembléia em 2003, que foram derrubadas (Magnavita, 2004). Também havia sido aberta uma liminar para suspender a decisão da Cataguazes-Leopoldina de modificar o estatuto social sem realizar previamente os atos societários necessários. Além disso, os acionistas minoritários se queixam da redução de seus direitos.

A incorporação do Sudameris pelo Banco ABN ANRO, em 1998, também foi marcada pelo desrespeito aos acionistas minoritários. Foi feita uma Oferta Pública de Aquisição de Ações para cancelamento do registro de companhia aberta do Banco Sudameris (Aguilar, 2004). A maioria dos acionistas minoritários se manifestou contra a operação de fechamento, porém, o ABN decidiu incorporar as ações da Sudameris, o que pode ser entendido como fechamento de capital. Essa operação foi questionada na CVM e, posteriormente, no Tribunal de Justiça.

O receio dos acionistas minoritários caso o capital fosse fechado é de que as pendências jurídicas com o antigo controlador da instituição fossem ignoradas (Aguilar, 2004). Nesta negociação, os acionistas minoritários não puderam optar quanto ao valor do

negócio, tendo como única saída, caso não achasse o preço justo, apelar ao Judiciário. Além disso, o ABN deu aos acionistas minoritários, em troca do fechamento de capital, ações de sua própria emissão, sendo que este grupo tem capital fechado no Brasil, fazendo com que esses papéis não tenham liquidez no mercado (Nunes, 2005).

Nestes casos, há importante indício de que as ações movidas pelos acionistas minoritários, seja na CVM ou no Judiciário, podem prejudicar a avaliação do preço das ações. No caso do Sudameris, quando a CVM resolveu adiar a Assembléia de incorporação do Sudameris pelo ABN, suas ações subiram 2,82% na Bolsa de Valores de São Paulo em um dia.

Porém, no dia 03 de outubro de 2005, o Superior Tribunal de Justiça decidiu que os acionistas minoritários não teriam direito à participação na venda da instituição para o ABN. A ação, movida por 73 mil minoritários pretendia dividir os US\$ 2,3 bilhões recebidos pelo ex-controlador do Banco Real, Aloysio de Andrade Faria, em parcelas separadas de acordo com a quantidade de ações que cada um possuía no momento da venda do banco (Basile, 2005).

Constou no julgamento que os acionistas, que alegavam prejuízo com a cisão, perderam apenas o prêmio pela venda do banco. Mas como a legislação vigente na época permitia a realização das operações feitas para vender as ações do Real, e cabia apenas aos controladores o valor desse prêmio, a decisão foi em favor deles (Basile, 2005).

Com isso, comprova-se que a Nova Lei das S.A. deve ser o mais breve possível colocada, efetivamente, em vigor. Apesar de alegarem não haver prejuízos aos minoritários, a morosidade da justiça – que levou sete anos para julgar o processo do ABN – e o desembolso aos advogados durante todo esse tempo já representam, por si só, prejuízos aos quais os minoritários não deveriam ter que se submeter. Essa decisão judicial cria também jurisprudência para outros processos similares que tramitam no Judiciário.

Assim, verifica-se que a insegurança advinda do desrespeito ao acionista minoritário bem como processos na justiça geram o desinteresse nos investidores para investir no mercado de capitais brasileiros.

Já a criação da AmBev - Companhia de Bebidas das Américas - foi anunciada em 1º de julho de 1999, como resultado da associação das duas maiores empresas brasileiras do setor a Companhia Antarctica Paulista e a Companhia Cervejaria Brahma. O principal objetivo era criar uma empresa brasileira global, suficientemente forte para competir no mercado internacional.

Foram adotadas medidas determinando que as companhias não deveriam, pelo prazo de 120 dias, implantar quaisquer medidas consideradas irreversíveis no mercado concorrencial, como o fechamento de fábricas ou demissão de funcionários, decorrentes do processo de fusão. Em seguida, Antarctica e Brahma assumiram compromisso com a Força Sindical e com a Central Única dos Trabalhadores (CUT), para assegurar o emprego até 31 de dezembro daquele ano e, na eventualidade de demissões, discutir o processo com os sindicalistas. Em 15 de setembro de 1999, acionistas da Antarctica aprovaram a permuta de ações da companhia por papéis da AmBev. Esse procedimento foi adotado como um forte incentivo à migração dos acionistas minoritários da Antarctica e, ao mesmo tempo, para dar fluidez a todos os passos necessários à total transferência dos acionistas de Brahma para a AmBev e seu registro de ADR (*American Depositary Receipt*), na *Security Commission Exchange* (SCE), para negociação na Bolsa de Nova York.

Em relação a Brasil Telecom, os sócios entraram em conflito praticamente a partir da constituição da empresa. Num primeiro momento a disputa contrapôs a Telecom Italia, com

apoio dos fundos de pensão, ao Opportunity, então o gestor da BrT. Para criar a TIM, sua empresa de telefonia celular no país, a Telecom Italia foi obrigada por força da Lei de Telecomunicações, a se afastar do controle acionário da BrT, com o compromisso de voltar, quando as condições legais assim o permitissem.

Quando a Telecom decidiu retornar ao controle da BrT, o Opportunity impediu, alegando conflito de interesses, já que a Brasil Telecom havia conquistado a licença para criar sua própria operadora de telefonia celular. Detentora da licença da TIM, a Telecom Italia não poderia assim, participar do controle de outra operadora de telefonia celular.

Enquanto isso, os fundos de pensão, aliados ao Citigroup, afastaram o Opportunity da administração do bloco acionário formado por eles na Brasil Telecom. O passo seguinte, foi a destituição do Opportunity como gestor da Brasil Telecom.

No auge da disputa entre Opportunity e Brasil Telecom, o banco contratou a empresa de investigações privada Kroll para comprovar a tese de que irregularidades haviam sido praticadas em prejuízo dos acionistas da operadora. Nas investigações, os espiões da Kroll acabaram constatando o envolvimento na disputa de Luiz Gushiken, então prestando consultoria aos fundos de pensão mas que depois viria a ser ministro da Secretária de Comunicações do governo federal.

Numa reviravolta inesperada, em abril, Telecom Italia e Opportunity fizeram um acordo, pelo qual o banco vendia sua participação na BrT aos italianos por 341 milhões de dólares e colocava fim à disputa entre ambos. Com o acordo, a Telecom Italia voltava ao controle da BrT e a TIM incorporava a BTC — Brasil Telecom Celular.

5 Conclusões

A governança corporativa tem evoluído muito em empresas de todo o mundo, inclusive no Brasil. Sua importância está ligada não só à conciliação dos interesses dos acionistas com os dos controladores, como também o acesso a real situação da empresa por parte desses acionistas.

Dentre os órgãos de governo, o Conselho de Administração tem se mostrado um dos mais atuantes. Além disso, sua independência, proporcionada principalmente pela participação de conselheiros externos, tem sido relacionada à valorização das empresas. A indicação de conselheiros externos traz retornos maiores se comparados aos retornos de empresa nas quais há um acionista majoritário.

A maior participação dos acionistas, incluindo os minoritários nas decisões da empresa faz com que os interesses desta predominem sobre os interesses dos administradores. Como o principal interesse da empresa é maximizar a riqueza de seus acionistas, a otimização desse interesse será alcançada com um Conselho de Administração forte e independente.

É importante que os conselheiros busquem a máxima independência possível em relação aos acionistas ou as partes interessadas. Uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os sócios, sendo independentes, tendo transparência na divulgação dos resultados e planos futuros e equidade no tratamentos dos acionistas, com atendimento eficiente a todas as categorias.

A responsabilidade dos conselheiros é com a sociedade, independente daquele que o tenha indicado. Assim, sua atuação deve ser pautada pela equidade, transparência, independência e confidencialidade.

Quando não há sucesso por meio de negociações, o caminho natural acaba sendo a Comissão de Valores Mobiliários e, na seqüência, o Judiciário. Antes de partir para briga judicial, o primeiro passo dos minoritários é procurar a Comissão de Valores Mobiliários, que regula o mercado de capitais. O problema maior está nos Tribunais de Justiça, devido ao freqüente despreparo dos juizes para julgar tais questões. A desvalorização de papéis envolvidos em disputas judiciais é visível. Os investidores não querem correr o risco de terem as suas ações desvalorizadas devido a demorados processos na justiça comum. Também, comentários envolvendo reestruturações societárias das companhias de capital aberto geram uma diminuição no valor das ações negociadas.

Referências Bibliográficas

AGUILAR, A. Minoritários bons de briga. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 08 jun. 2004. Disponível em: < http://www.acionista.com.br/governanca/valor_09_06_04.htm>. Acesso em: 09 out.2005.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS. Nota de esclarecimento ao Público. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 05 mar. 2004. Disponível em: <<http://www.provedor.nuca.ie.ufrj.br/provedor/artigos/animec.htm>>. Acesso em: 09 out. 2005.

BASILE, J. STJ nega pedido de acionistas do Real contra Aloysio Faria. **Valor Econômico**, São Paulo, 05 out. 2005. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2005/10/05/ult1913u38897.jhtm>>. Acesso em: 09 out. 2005.

BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. In: **XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 2005, Brasília, CD-Rom.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 jun. 2002.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Business Research Methods**. 8 ed. McGraw-Hill, 2003.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 09-27, maio/ago. 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1996.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 10 maio 2003.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 07-18, jan./abr. 2002.

LINS, C. R. G. **A gestão estratégica baseada na governança corporativa: um estudo sobre os órgãos de governo das empresas mineiras**. 1999. 160 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

LODI, J. B. **O conselho de administração nas sociedades anônimas**. São Paulo: Pioneira, 1977.

MAGNAVITA, M. Cataguazes derruba três liminares de minoritários. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 17 mar. 2004. Disponível em: <<http://www.globalbrasil.com/imprensa/2004/marco/clipping20040317.htm#Cataguazes>>. Acesso em: 09 out. 2005.

NUNES, V. Conflito no mercado. **Correio Braziliense**, Brasília, 9 fev. 2005. Disponível em: <<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=177366>>. Acesso em: 02 maio 2005.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

STUHLBERGER, L. Os abusos contra os acionistas minoritários. **Palavra do Gestor**. Disponível em: <http://www.griffo.com.br/asset_management/relatorios/palavra_gestor/palavra_gestor_03_11.htm> . Acesso em: 09 out. 2005.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, out.1999/abr.2000.