

2. Contratos Privados e a Importância Legal

Na literatura recente de finanças corporativas tem havido esforços de mensuração do efeito de práticas mais rígidas de governança corporativa nas mais diversas características da firma, bem como na decisão de financiamento de seus novos projetos e conseqüentemente no seu valor de mercado. Diversos artigos têm tratado dessa temática com um enfoque global, ou seja, comparando diversas estruturas legais de proteção aos acionistas minoritários e suas várias implicações em distintos países.

Em uma série de artigos, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney pesquisaram o efeito de diferentes níveis legais de tratamento dado aos minoritários em diversos países. Concluíram que essas diferenças estariam relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à política de dividendos praticada e ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo. Concluíram que a abordagem legal é essencial para o bom entendimento das práticas de governança corporativa entre os países.

Origem dessas questões de governança corporativa, o conflito de interesses entre o controlador da firma e os demais acionistas minoritários decorre das várias formas nas quais o primeiro pode desviar recursos da empresa, ou seja, capturar benefícios privados da firma. As mais usuais são via transferência de recursos da firma em transações com outras empresas do interesse do controlador, a partir de contratos fraudulentos, compensação excessiva aos seus principais executivos, garantias de empréstimos da firma para negócios pessoais, expropriação de oportunidades de negócios e outras mais. Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000) demonstram, a partir de exemplos famosos de firmas da Itália, França e Bélgica, como é possível que a expropriação de benefícios privados pelo controlador seja feita dentro da lei local. Diante destes

fatos, fica evidente que o problema de governança corporativa não é exclusivo de países emergentes onde há pouca tradição de proteção aos acionistas minoritários.

Quando investidores externos de uma firma sabem que há grandes chances do retorno de suas aplicações não se materializarem integralmente devido a problemas de captura de benefícios privados por parte dos controladores, as regras de governança corporativa se tornam mecanismos fundamentais de proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Como a expropriação pode se dar de diversos modos, a estrutura legal assume papel determinante para coibir as formas e magnitudes desta. Em circunstâncias onde os direitos dos investidores são extensivos e verificáveis em cortes legais, estes têm mais interesse em financiar novos projetos da firma.

Dentre os principais direitos abordados para a boa proteção aos acionistas minoritários estão o de receber dividendos em datas pré-determinadas, de participar de assembleias e de novas subscrições, de ter o mesmo direito na venda da companhia do que seus controladores e outros mais. Segundo Coffee (1999), a percepção de que uma legislação mais forte promoveria claros benefícios à eficiência do mercado levaria a um processo de convergência do direito dos acionistas minoritários entre os países. Países de pouca tradição na proteção dos minoritários buscariam ajustes nas leis que favorecessem a participação destes nos negócios da firma e que impusessem, normativamente, práticas mais rígidas de governança corporativa. Denominado como “convergência legal”, este processo estaria relacionado com mudanças na legislação e nos mecanismos de cumprimento destas novas regras, tais como reformas judiciais e de regulamentação.

Apesar desta constatação, países como o Brasil se viram em dificuldades, tanto políticas como institucionais, de promover mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários da firma. Desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que, por não terem iguais direitos nem idênticas obrigações, passaram a ter também interesses divergentes.

De grande interesse para este trabalho, a legislação societária brasileira já foi utilizada como instrumento institucional de política econômica em 1997,

descaracterizando, assim, o seu papel de guardião incondicional dos direitos dos investidores externos da firma. Em vista da implementação dos processos de privatização em setores estratégicos, a Lei 9.457 de 1997, conhecida como “Lei Kandir”, suprimiu direitos fundamentais dos acionistas da firma. Foram extintos o direito de recesso dos acionistas minoritários nos casos de cisão, fusão e incorporação. Além disso, suprimiu-se a necessidade de oferta pública em caso de alienação de controle. Finalizado o período mais expressivo das privatizações, em 1999, a CVM estabeleceu a Instrução 299 cujo objetivo foi desfazer algumas das regras prejudiciais da Lei Kandir. Em decorrência dessas frequentes alterações e diante da ausência de uma legislação ideal que regulasse a ação da firma em relação aos seus investidores externos, poderia ser interessante, então, que a própria firma procurasse formas próprias ou privadas de comprometimento.

Em vista disso, a BOVESPA lançou a idéia da criação de um Novo Mercado, bolsa onde só seriam negociados papéis de companhias que se comprometessem a ter melhores regras de proteção aos minoritários e de maior transparência em suas contas. O projeto está em andamento e algumas empresas já aderiram ao padrão de Nível 1 de Governança Corporativa, fase inicial para o ingresso ao Novo Mercado. Os seguintes critérios devem ser satisfeitos por uma empresa do Nível 1 de Governança Corporativa: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (representando 25% do capital); realização de ofertas públicas de colocação de ações visando favorecer a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial e o cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa. Inspirado na idéia do *Neuer Markt* alemão, o projeto da BOVESPA tem como objetivo um maior desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil através do que Coffee (1999) também chamou de “convergência funcional”, isto é, a promoção de mudanças nos contratos privados sem a necessidade de uma alteração mais ampla na legislação.

O Novo Mercado não é totalmente inovador nesse sentido. Coffee (1999) idealizou o processo de convergência funcional através da possibilidade de firmas sediadas em países de fraco aparato societário se listarem em bolsas de regiões com regras mais rígidas de governança. Além desse, outro mecanismo privado

que poderia garantir uma melhor transparência da firma e, conseqüentemente, a melhora dos mecanismos de governança, seria a contratação de companhias de auditoria independentes e de alta credibilidade. Devido a sua reputação, grandes auditorias possuiriam alto custo em ratificar balanços indevidos, podendo transmitir maior confiabilidade às informações prestadas pela empresa aos seus investidores externos.

A próxima subseção discutirá os mecanismos de governança oferecidos no lançamento de ADR's. A listagem de empresas brasileiras em bolsas americanas será utilizada como um instrumento para analisar as prováveis conseqüências do Novo Mercado ou de qualquer outro contrato deste tipo. Destaca-se, no entanto, que a precisão dessa investigação pode ser afetada pelo fato do cumprimento deste contrato ser feito dentro da legislação americana, o que não acontecerá no Novo Mercado, cujas regras deverão ter garantias da Justiça brasileira.

Deve-se ressaltar que a própria natureza incompleta de qualquer tipo de contrato pode afetar a eficiência deste mecanismo. Em um mundo complexo e imprevisível é difícil prever todos os futuros cenários e escrevê-los sobre forma de contratos. Além de garantir o cumprimento e a verificação dos contratos privados, a Justiça deveria, então, completar cláusulas não previstas e que são de fundamental relevância para o bom o funcionamento do mercado de capitais. É neste contexto que este trabalho também trará uma análise sobre como as alterações sofridas pela legislação societária brasileira entre 1997 e 1999 tiveram conseqüências para a conduta e performance das firmas brasileiras.

2.1 ADR's como contratos privados para melhor governança corporativa

Esta subseção investiga a possibilidade de uma empresa brasileira adotar regras mais rígidas de governança corporativa a partir de sua listagem em bolsas americanas. Atualmente, existem quatro tipos de ADR's (*American Depositary Receipts*) que variam segundo seus requisitos de transparência, regras de contabilidade, práticas de governança e mecanismos de colocação desses papéis, que podem ser feitos tanto no mercado de balcão quanto na própria bolsa em questão. O Nível I é o menos custoso para lançamentos públicos de ADR's,

podendo os negócios dessas ações ser feitos somente nos mercados de balcão das bolsas americanas. As companhias listadas nesse nível não precisam cumprir o USGAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ou ter registro no S.E.C. (*Securities and Exchange Commission*), órgão de fiscalização do mercado americano. O custo fixo médio é relativamente baixo, sendo inferior a US\$ 25.000.

Já os recibos de Nível II são negociados nas bolsas NASDAQ, NYSE e AMEX e são utilizados por companhias que procuram maior liquidez e visibilidade, obrigando-as, no entanto, a terem regras mais rígidas de governança corporativa. As firmas devem adotar o USGAAP e se registrarem no S.E.C., além de cumprir a regulamentação da bolsa a qual estão listadas. Não é permitida nova oferta de capital, sendo negociadas apenas ações já existentes. O custo fixo médio varia de US\$200.000 a US\$700.000.

Como nível mais avançado, a listagem de ADR Nível III permite que a firma faça ofertas públicas de ações no próprio mercado americano, devendo também cumprir todos os requisitos do Nível II. O custo fixo pode alcançar US\$2.000.000. Por fim, a empresa pode ainda optar por lançar RADR (Rule 144A Depositary Receipts) cuja colocação só pode ser feita privadamente. Esse tipo não exige que sejam atendidas as exigências do USGAAP nem da S.E.C. e o seu custo varia de US\$250.000 a 500.000.

Em seu estudo, Coffee (1999) detalhou seis características das normas relativas à proteção do minoritário que são impostas às firmas estrangeiras listadas em bolsas americanas (e para certos níveis de ADR's) e que seriam úteis na melhoria da governança corporativa das firmas. Estas normas são apresentadas abaixo:

- (i). A Seção 13(d) da *S.E.C. Act* requer que qualquer grupo que detenha mais de 5% do capital da empresa lhe reporte imediatamente. Essa regra pode ter um grande impacto sobre estratégias de troca de controle.
- (ii). A Seção 14(d) da *S.E.C. Act* determina que, em qualquer oferta de fechamento de capital, deva-se garantir o mesmo preço para todos os acionistas minoritários, inclusive àqueles que possuem ações da empresa no mercado de origem.

- (iii). As firmas estão sujeitas às regras das bolsas americanas. A NYSE, por exemplo, requer que a firma tenha pelo menos dois conselheiros externos no conselho de administração, auditores independentes e exigências de quorum qualificado para assembleias.
- (iv). A Seção 13 (e) permite a S.E.C. regular o tratamento dado aos minoritários diante de negócios privados do controlador.
- (v). Pelo *Foreign Corrupt Practices Act*, a firma deve manter todos os livros de contabilidade e registros de maneira transparente visando evitar corrupção.
- (vi). A regra 10b-5 dá ao minoritário o direito de reembolso em transações fraudulentas feitas pelo controlador.