
PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS: ANÁLISE DOS EFEITOS DA REFORMA DA LEI Nº 6.404/76

ARTIGO – ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

Eduardo José dos Santos

Mestre em Administração na área de Gestão Financeira e Controladoria pela Universidade Federal de Uberlândia
Professor do Instituto Aphoniano de Ensino Superior
E-mail: eduardo.js@celg.com.br

Recebido em: 24/1/2009

Aprovado em: 26/3/2009

Pablo Rogers

Doutorando em Administração na área de Finanças da FEA-USP
Professor na área de Finanças e Econometria da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia
E-mail: pablo@fagen.ufu.br

Sirlei Lemes

Mestre e Doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP
Professora da Faculdade de Ciências Contábeis e do Programa de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Uberlândia
E-mail: sirleemes@uol.com.br

Lúcio de Souza Machado

Mestre em Controladoria e Contabilidade Estratégica
Professor da Universidade Federal de Goiás e do Instituto Aphoniano de Ensino Superior
E-mail: lucio@florestaauditores.com.br

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo principal efetuar uma análise da reforma da Lei nº 6.404/76, mediante a aprovação da Lei nº 10.303/2001, no tocante às questões relativas à proteção aos acionistas minoritários. Como instrumento de coleta de dados, utilizou-se um questionário fechado por meio da Escala de Likert, aplicado em 40 empresas não financeiras que negociam ações na Bovespa, cuja avaliação final foi respaldada pelo emprego dos seguintes testes estatísticos: 1) Teste Qui-Quadrado (X^2), que objetiva avaliar a existência de um padrão de unanimidade nas respostas do questionário; e 2) Teste de Kruskal-Wallis (H), que visa, no caso de se aceitar a hipótese de não-concordância sobre algumas questões, analisar se o grau de concordância está relacionado com as participações de ações ordinárias e preferenciais no total de emissões e no total do grupo controlador, nas companhias avaliadas. De forma geral, a pesquisa identificou que houve unanimidade nas respostas às questões, exceto em relação à regra uma ação—um voto e à adoção da “regra obrigatória” de *tag along* em 100%. Em empresas nas quais o grupo (indivíduo) controlador possui alta participação nas ações preferenciais, os respondentes tendem a ratificar a eficácia dessas duas exceções para a proteção ao acionista minoritário.

Palavras-chave: Lei 6.404/76, Lei 10.303/2001, Acionistas Minoritários, Teste Qui-Quadrado, Teste Kruskal-Wallis.

MINORITY SHAREHOLDER PROTECTION IN THE REFORM OF LAW N° 6404/76

ABSTRACT

This study analyzed the reform of Law No. 6404/76, with the approval of Law No. 10303/2001, concerning protection of minority shareholders. Data were collected by a closed questionnaire with a Likert scale, answered by 40 non-financial companies traded on the Bovespa. Evaluation was supported by statistical tests, Chi-square, to evaluate existence of a standard of unanimity for answers and Kruskal-Wallis, when agreement was not possible on some issues, to analyze the extent of agreement in relation to the number of ordinary and preferred shares compared to totals of the shares and controlling group. The survey identified unanimity of response, except for the rule one action-one vote and adoption of the obligatory rule of tag along in 100%. In companies where the controlling group or individual had a large participation in preferred shares, respondents tended to ratify effectiveness of these two exceptions to protect minority shareholders.

Key words: *Law 6404/76, Law 10303/2001, Minority Shareholders, Chi-square Test, Kruskal-Wallis Test.*

PROTECCIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS: ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LA REFORMA DE LEY N° 6.404/76

RESUMEN

Este trabajo tiene como objetivo principal efectuar un análisis de la reforma de la Ley n.º 6.404/76, mediante la aprobación de la Ley n.º 10.303/2001, en relación con cuestiones relativas a la protección a los accionistas minoritarios. Como instrumento de colecta de datos, se ha utilizado un cuestionario cerrado por medio de la Escala de Likert, aplicado en 40 empresas no financieras que negocian acciones en la Bovespa, cuya evaluación final fue respaldada por el empleo de las siguientes pruebas estadísticas: 1) Teste Qui-Cuadrado (X^2), que objetiva evaluar la existencia de un predeterminado de unanimidad ante las respuestas del cuestionario; y 2) Prueba de Kruskal-Wallis (H), que visa, en el caso de que se acepte la hipótesis de no concordancia en algunas cuestiones, analizar si el grado de concordancia está relacionado con las participaciones de acciones ordinarias y preferenciales en el total de emisiones y en el total del grupo controlador, en las compañías evaluadas. De forma general, la investigación ha identificado que hubo unanimidad de respuesta a las cuestiones, excepto en relación a la regla una acción-un voto y a la adopción de la “regla obligatoria” de tag along en 100%. En empresas en que el grupo (individuo) controlador posee alta participación en las acciones preferenciales, los respondientes tienden a ratificar la eficacia de esas dos excepciones para la protección al accionista minoritario.

Palabras-clave: *Ley 6.404/76, Ley 10.303/2001, Accionistas Minoritarios, Prueba Qui-cuadrado, Prueba Kruskal-Wallis.*

1. INTRODUÇÃO E JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Atualmente, observa-se no Brasil uma série de considerações acerca da real influência que a reforma da Lei 6.404/76, materializada em 2001, provocou nas relações conflituosas existentes entre controladores e minoritários nas companhias. Essas relações decorrem, notadamente, das diferenciadas formas de expropriação possíveis, fundamentadas na principal característica do problema de agência presente no País. Nesse sentido, destaca-se a opinião de Carvalho (2002:26) de que “melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas pela mudança de legislação em qualquer país.”

Estudo promovido por Srour (2003:1) avaliou a conduta e a *performance* das firmas brasileiras no que diz respeito às práticas diferenciadas de governança corporativa e, sob esse aspecto, concluiu que, apesar de perceberem que uma melhor proteção aos acionistas minoritários facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos de empresas, países como o Brasil têm dificuldades em promover mudanças na legislação que protejam mais eficazmente os acionistas minoritários.

Sob esse enfoque, o presente estudo baseia-se em uma pesquisa de campo cujo objetivo principal foi oferecer subsídios para uma análise da reforma da Lei nº 6.404/76 no tocante às questões relativas à proteção aos acionistas minoritários. Fundamenta a pesquisa a afirmação de Leal e Saito (2003:5) de que:

As práticas de governança no Brasil, decorrentes de nosso ambiente legal, têm conseqüências importantes para a forma de financiamento das empresas, denotando então amplas possibilidades de estudos e pesquisas para aferir as influências desse ambiente em relação à minimização desses conflitos.

Estabelecendo uma relação entre a proteção aos acionistas minoritários e os mecanismos de governança corporativa, Lima e Terra (2004:2) classificam a importância da proteção aos acionistas minoritários da seguinte forma:

A proteção aos minoritários, por sua vez, é uma questão central para a governança corporativa, uma vez que o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais e os financiamentos de novos projetos das empresas deveriam, em tese, ter no acionista

minoritário uma alternativa acessível de captação de recursos.

Reforçam a importância do tema Doidge, Karolyi e Stulz (2004:38), ao asseverarem, em suas análises, que “[...] a proteção ao investidor garantida pelo estado é um importante fator determinante de governança, e então os níveis de desenvolvimento econômico e financeiro são melhores nos países com maior proteção legal”. Assim sendo, pode-se aduzir a relevância de avaliar o aparato legal como mecanismo de governança corporativa.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Jensen e Meckling (1976:310) definem uma relação de agência “como um contrato em que uma ou mais pessoas – o principal – emprega uma outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. Dessa relação originam-se conflitos, devidos, essencialmente: 1) à separação entre controle e propriedade – Berle e Means (1932) explicam que a pulverização da propriedade fortalece o poder dos gestores para agir em seus próprios interesses e não no interesse dos acionistas; 2) à inexistência de contrato completo – Klein (1983) afirma que os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios, simplesmente não existem, em razão do grande número de contingências possíveis, da multiplicidade de reações às contingências e da crescente frequência com que as contingências imprevisíveis passaram a ocorrer; neste caso, outorga-se aos gestores, mais do que a execução de ações previsíveis, o direito residual de controle da empresa; 3) à inexistência de agente perfeito – a natureza humana, utilitarista e racional, conduz os indivíduos a maximizar uma função utilidade mais para as suas próprias preferências e objetivos.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004:103), o desalinhamento entre os interesses dos principais e os dos agentes leva à ocorrência de duas diferentes categorias de custos de agência: custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores e custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão. Entretanto, os custos originários dos conflitos de agência não se dão apenas entre controladores e gestores, mas também entre acionistas minoritários

e acionistas majoritários. Este último conflito origina-se da assimetria de direitos resultante da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2004:107). Na verdade, como encontram La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998, 1999), esse é o principal conflito de agência existente na maioria dos países, inclusive no Brasil.

Com a existência de custos decorrentes dos conflitos de agência, há mecanismos de controle *ex ante* para que o processo de governança corporativa institua-se de forma a alinhar os interesses das partes envolvidas e minimizar os custos de agência. Os mecanismos de controle podem ser classificados em duas categorias: internos e externos. Fazem parte dos mecanismos externos de controle da governança corporativa: o ambiente legal e regulatório; os padrões contábeis exigidos; o mercado de capitais; as pressões de mercados competitivos; o ativismo de investidores institucionais e o ativismo de acionistas. La Porta *et al.* (1998) asseveram, em estudo empreendido em 49 países, que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada com a proteção dos direitos dos acionistas, e que países com melhores ambientes legais e regulatórios tendem a apresentar maior dispersão da propriedade e do valor das empresas.

No Brasil, o principal marco regulatório foi a reforma da Lei nº 6404/76 empreendida em 2001. A aprovação da Lei 10.303/2001 resultou de um processo extenso, no que diz respeito à abrangência das modificações introduzidas. Conforme Carvalho (2002:27):

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas.

Gorga (2004:311) ressalta que o entendimento do processo legislativo auxilia na explicação do conteúdo do novo aparato legal. O processo legislativo, na realidade, concebeu a reforma com mudanças significativas na proposta originalmente encaminhada, caracterizadas por Gorga (2004:312) da seguinte forma:

A proteção aos acionistas minoritários fracassou na medida em que as associações de controladores exerceram pressão para a modificação de vários artigos, bem como a introdução de outros específicos para zelar por seus interesses, refletindo que em relação à reforma originalmente encaminhada, os acionistas minoritários perderam em temas muito importantes, e ganharam também em alguns de forma específica, por meio da Lei 10.303/2001 promulgada definitivamente em 31 de outubro de 2001.

Dentre os aspectos que podem ser considerados apropriados para a proteção aos acionistas minoritários, evidencia-se a possibilidade de disputas (entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os minoritários) serem resolvidas por meio de câmaras de arbitragem. Salienta-se, ainda, o aumento do poder individual dos membros do Conselho Fiscal, estabelecido pela norma que obriga os administradores a revelar quaisquer mudanças na propriedade da empresa à Comissão de Valores Mobiliários, bem como às bolsas de valores em que as ações da companhia são negociadas.

Enumeram-se, também, os aspectos pontuais determinados por De Paula (2003:33):

- Inovações quanto à proteção dos acionistas, destacando-se a norma de que, no caso de transferência de controle das empresas, o novo controlador será obrigado a adquirir as ações ordinárias dos acionistas minoritários por uma margem de 80%, no mínimo, do preço pago aos acionistas majoritários (*tag along*);
- Determinação para que os papéis sem direito a voto tenham vantagem em relação às ações ordinárias, consubstanciada na forma de três opções possíveis: a) dividendos mínimos de 3% do valor patrimonial; b) dividendos 10% maiores que os pagos para as ações ordinárias; e c) prêmio na troca de controle (*tag along*);
- Proteção contra a retirada de liquidez das ações, conhecida como “fechamento branco”: possibilita que, se 10% dos acionistas minoritários se sentirem prejudicados pelas condições de fechamento, haja a convocação de uma assembléia e a solicitação de uma nova avaliação;
- Reforço ao papel independente da Comissão de Valores Mobiliários, esperando-se que a autarquia possa, talvez, atuar de forma mais enfática no intuito de coibir práticas como a utilização de informações privilegiadas e

manipulação nas Bolsas de Valores, chamadas de *insider trading*. Evidencia-se, porém, que o poder coercitivo da CVM é limitado, visto que, para fazer valer suas determinações, ela depende, exclusivamente, do poder judiciário, além de não ter a prerrogativa de reverter quaisquer decisões estipuladas nas Assembléias dos Acionistas.

Apesar de todos os aspectos listados acima, é necessário acentuar o trabalho recente de Gorga (2004) sobre a ambiguidade do texto legal. Para isso, a estudiosa valeu-se da enumeração de pontos críticos de falha, formatados em três elementos contidos na Lei 10.303/2001, os quais, segundo suas reflexões, merecem destaque como dispositivos legais que, efetivamente, não cumpriram com o papel de proteção aos acionistas minoritários. São eles: a) as ações preferenciais; b) a representação de acionistas minoritários no Conselho de Administração; c) os direitos na alienação de controle.

Esses elementos citados serão apresentados nas seções 2.1 a 2.3, para, assim, estruturar-se a avaliação da reforma societária como elemento de políticas públicas determinantes das práticas de governança estabelecidas no Brasil.

2.1. As ações preferenciais na Lei 10.303/2001

A verificação da atual abrangência do texto legal, relativa à emissão das ações preferenciais, fundamenta-se na análise de duas variáveis específicas: o limite de emissão de ações e o direito a dividendos.

Verifica-se que o requerimento de que cada ação tenha algum direito é considerado regra primordial para a proteção adequada aos acionistas. Tal afirmação é extensamente defendida em estudos produzidos por Grossman e Hart (1987), Gordon (1988) e La Porta *et al.* (1998), que estabeleceram uma relação direta entre o investimento econômico e o poder de decisão sobre ele. Nesse aspecto, presume-se que quaisquer formas de organização acionária destoantes da regra uma ação–um voto contribuem no sentido de maximizar os custos de agência, tornando os investidores vulneráveis ao apetite voraz de expropriação por parte dos acionistas controladores.

Com base nesses pressupostos, evidencia-se um paradoxo no que diz respeito à proteção aos acionistas no Brasil, uma vez que as sociedades

anônimas brasileiras não estão sujeitas à regra uma ação–um voto, ou seja, há a possibilidade de se emitirem ações preferenciais, sem direito a voto, separando-se o investimento financeiro do direito de tomada de decisão na empresa. Como contrapartida, pela impossibilidade de acionistas opinarem em questões essenciais de controle das companhias, criou-se o dispositivo legal que assegura aos detentores das ações preferenciais certas vantagens no recebimento de dividendos. Assaf Neto (2003:223) destaca essas vantagens: “a) prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias; e b) prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa”. Complementarmente a esse destaque, Santos e Schmidt (2002:173) defendem que as ações preferenciais também podem dar direito ao dividendo mínimo e ao dividendo fixo, conforme classificação determinada nos estatutos sociais das companhias.

A reforma na legislação societária, promovida pela Lei nº 10.303/2001, diminuiu o número permitido de emissão de ações preferenciais em caso de oferta pública de ações. Anteriormente à mudança, as empresas podiam emitir até dois terços de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas. Agora, segundo o artigo 15, parágrafo 2º do instrumento legal, o limite de emissão de ações preferenciais caiu para meio, o que amplia a probabilidade de se reduzir a distância entre o investimento financeiro e o direito a voto. Apesar disso, essa possibilidade de benefícios ficou um pouco prejudicada, em face do disposto no parágrafo 1º do artigo 8 da referida lei, que manteve, para as companhias abertas existentes, a proporção de dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, incluídas aí as novas emissões.

Com isso, as companhias que ainda não possuíam dois terços de ações preferenciais na formação de seu capital social continuam podendo atingir esse limite em futuras emissões, perenizando o distanciamento entre o investimento e o poder de decisão. Esse resultado da reforma deve-se à captura da legislação pelos controladores em benefício próprio, com o argumento de terem o chamado direito legal adquirido, já que a Lei 6.404/76 dispunha favoravelmente sobre o percentual especificado. Assim sendo, as regras efetivamente não mudaram para as companhias

abertas já constituídas – o novo limite de 50% será aplicado somente às novas companhias abertas ou às companhias fechadas que vierem a abrir seu capital.

É interessante citar o posicionamento de Gorga (2004:312) sobre os processos de privatização ocorridos na década de 90 no Brasil. Para a autora, os direitos dos acionistas minoritários foram praticamente eliminados pela Lei nº 9.457/1997, o que fez com que o argumento de direito legal adquirido fosse simplesmente esquecido para favorecimento do ente público.

No que diz respeito aos processos de privatização, a autora questiona, na mesma obra, se as regras serviram realmente de forma homogênea para todos ou se foram concebidas para o atendimento de interesses de grupos particulares, ou, de forma ainda mais específica, para atendimento do próprio governo. Em relação ao ano de 1997, a autora acredita que os acionistas minoritários, na verdade, não tiveram seus direitos adquiridos preservados, o que, de certa forma, é conflitante com o argumento apregoado na reforma da Lei 6.404/76.

Como forma de minimizar os reflexos da perda do direito a voto, os detentores de ações preferenciais, por meio da Lei nº 10.303/2001, foram contemplados, no artigo 17, parágrafo 1º, com algumas vantagens em relação às ações ordinárias: a) manutenção da antiga garantia de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos pelas ações ordinárias; b) garantia de ter uma parcela no dividendo a ser distribuído de, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício, correspondente a, no mínimo, 3% do valor patrimonial da ação; e c) direito de receber tratamento igual ao dos acionistas ordinários em caso de alienação de controle (*tag along*).

Verifica-se que existe a possibilidade de essas chamadas vantagens sobre os acionistas ordinários serem diluídas, em face, basicamente, dos quesitos listados a seguir:

- Existência da hipótese de que a maioria das companhias prefira manter a sistemática já prevista anteriormente na Lei 6.404/76, ou seja, de fixar o pagamento do dividendo em valor 10% superior ao das ações ordinárias, isto é, com reflexo praticamente nulo para efeito de reforma societária.

- A opção pela remuneração de, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício calculado na forma prevista deverá estar assegurada, primeiramente, pela manutenção de um alto patrimônio líquido por parte da companhia. Caso a manutenção do patrimônio líquido em grandes patamares por parte da companhia não seja possível, a hipótese mais provável é a de assegurar a remuneração de 10% a maior apenas às ações ordinárias, já prevista no instrumento legal anterior.
- Os benefícios permitidos pelo *tag along*, ou seja, o direito dos preferencialistas de receberem, no mínimo, 80% do preço pago pelas ações ordinárias em caso de alienação do bloco de controle, apresentam-se vantajosos para os acionistas minoritários. Apesar disso, é necessário aferir a disposição dos controladores presentes no mercado em estender seus benefícios privados de controle aos acionistas preferencialistas.

2.2. A representação de acionistas minoritários no Conselho de Administração

O mecanismo de voto múltiplo para os acionistas minoritários que detivessem 10% do capital votante da companhia já era previsto no instrumento legal anterior à reforma. A Lei nº 10.303/2001, objetivando aumentar os direitos dos acionistas preferencialistas e ordinários minoritários de eleger representantes para o Conselho de Administração das companhias, deu nova redação ao parágrafo 4º do artigo 141 da Lei 6.404/76. Assim, esses acionistas terão direito de eleger um membro para o Conselho de Administração, por meio de uma eleição à parte da assembleia geral e da qual o acionista controlador estará excluído. Esclarece-se que esse direito está garantido àqueles acionistas de uma companhia aberta detentores de, ao menos, 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem, pelo menos, 10% do capital total.

Conforme evidenciado por Gorga (2004:313):

A medida representa um avanço, pois permite aos acionistas preferencialistas e minoritários, detentores de ações votantes, a indicação de um representante para monitorar e participar efetivamente da gestão da sociedade, fazendo com que esses grupos tenham acesso a informações acerca da condução dos negócios.

Apesar desse avanço, verificam-se ações dos grupos controladores no sentido de se protegerem da possibilidade, mesmo que remota, de os acionistas minoritários controlarem o Conselho de Administração. Essa proteção foi permitida pelo parágrafo 7º do artigo 141, que abre a possibilidade de os acionistas minoritários serem efetivamente barrados por meio do aumento de representantes do acionista controlador no Conselho de Administração. Dito de outra forma, a aplicação do parágrafo 7º pressupõe que o acionista controlador terá sempre o direito de eleger o mesmo número de conselheiros apontados pelos acionistas minoritários, além de mais um representante eleito de forma obrigatória pelos controladores.

É necessário também ressaltar as observações feitas por Dutra e Saito (2002:23), que demonstraram que, nas principais companhias abertas brasileiras, o Conselho de Administração é fortemente dominado por pessoas ligadas ao grupo controlador da companhia, havendo, portanto, baixa participação dos chamados “conselheiros independentes”. Tais profissionais, teoricamente, realizariam um trabalho mais efetivo na fiscalização da atividade dos executivos das empresas. Na mesma obra, os autores também observaram o comportamento dos acionistas minoritários que utilizam o voto múltiplo, um mecanismo que facilita a entrada de acionistas não controladores no conselho mediante a utilização de sistemáticas diferenciadas de votação. Em sua pesquisa, os autores não encontraram evidências de que esses acionistas se valem desse instrumento. Para eles, os minoritários no Brasil não são ativistas e procuram vender suas ações quando contrariados em seus interesses. Leal e Saito (2003:5) sugerem que essas constatações existentes antes da reforma legal sejam novamente estudadas, com vistas em obter conclusões sobre o comportamento dos acionistas minoritários a partir das mudanças introduzidas com o novo aparato legal. Ou seja, esses autores indicam um caminho para estudos intensos sobre esse sustentáculo das políticas públicas no País que, diretamente, influenciam na condução dos processos de governança nas companhias.

2.3. Os direitos na alienação de controle

Em relação aos direitos na alienação de controle, destacam-se, na literatura internacional, os estudos preconizados por Dick e Zingales (2002) e Nenova (2000, 2001) para demonstrar que os benefícios

privados de controle no Brasil são elevados o suficiente para imporem uma barreira ao bom funcionamento dos mercados. Para Gorga (2004:314), o direito ao *tag along* funciona como um dos elementos necessários no contexto da governança corporativa nacional, visto que objetiva, basicamente, minimizar os reflexos dos altos benefícios privados de controle no posicionamento dos acionistas minoritários nos processos de alienação.

A reforma materializada pela Lei 10.303/2001, mediante a interposição do artigo 254-A, estabelece que a transferência direta ou indireta de controle de uma companhia somente poderá ser efetuada com a condição de que o comprador aceite conduzir uma oferta pública para adquirir as ações votantes detidas pelos acionistas remanescentes do processo. O valor do *tag along* deverá ser de, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações votantes que constituem o bloco de controle.

Ressalta-se também que, antes do aparato legal especificado na Lei 9.457/97, a Lei 6.404/76 exigia que a oferta obrigatória de *tag along* fosse de 100% do valor pago pelas ações votantes do bloco de controle. Na realidade, o novo aparato legal, fundamentalmente, beneficiou de forma direta os acionistas controladores, por permitir maior expropriação em razão dos benefícios privados de controle.

Gorga (2004:315) lembra que vários estudiosos têm questionado a vantagem da imposição do *tag along* pela reforma da legislação societária. A autora, porém, é incisiva em relação aos benefícios desse mecanismo:

A reforma legal deveria, portanto, ter estabelecido *tag along* de 100%, porque *tag along* de 80% ainda permite possibilidade de considerável expropriação, incentivando os benefícios privados de controle a permanecer num patamar alto não desejável.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1. Levantamento dos Dados

Inicialmente enviou-se, por intermédio de endereço eletrônico e postagem via correios, um questionário (Apêndice A) a 337 companhias não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Foram obtidas 40 respostas, usadas para a análise dos resultados.

O questionário visou, essencialmente, identificar o nível de concordância dessas companhias com aspectos da reforma da Lei nº 6.404/76 relacionados à proteção dos acionistas minoritários. As perguntas aplicadas foram subdivididas em seis blocos de questões. O Bloco 1 caracterizava os respondentes e as companhias. Os blocos posteriores possuíam as seguintes características:

- o Bloco 2 avaliou os reflexos da emissão de ações preferenciais por parte das Companhias Abertas Brasileiras após a aprovação da Lei nº 10.303/2001;
- o Bloco 3 avaliou a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembleias das Companhias Abertas Brasileiras após a aprovação da Lei nº 10.303/2001;
- o Bloco 4 buscou avaliar os direitos na alienação de controle das Companhias Abertas Brasileiras após a aprovação da Lei nº 10.303/2001;
- o Bloco 5 visou avaliar questões gerais presentes nos processos de gestão das Companhias Abertas Brasileiras após a aprovação da Lei nº 10.303/2001;
- o Bloco 6 do questionário avaliou algumas políticas públicas específicas que influenciam os processos de Governança Corporativa, excluindo-se o aparato legal da Lei nº 10.303/2001.

Todas as questões dos Blocos 2 a 6, apresentadas no Apêndice A, eram fechadas, ou seja, os respondentes tinham a opção de concordar com a afirmação colocada de acordo com uma escala do tipo Likert: (1) Discordo Totalmente, (2) Discordo Parcialmente, (3) Indiferente, (4) Concordo Parcialmente e (5) Concordo Totalmente. As escalas de Likert, ou Escalas Somadas, exigem que os entrevistados indiquem seu grau de concordância ou discordância com declarações relativas ao atributo que está sendo medido. Atribuem-se valores numéricos e/ou sinais às respostas para observar a força e a direção da reação do entrevistado à declaração. As declarações de concordância devem receber valores positivos ou altos, enquanto as declarações de discordância devem receber valores negativos ou baixos (MATTAR, 2001).

3.2. Métodos Estatísticos Utilizados

Inicialmente, pretendeu-se avaliar se havia unanimidade nas respostas dadas às questões dos Blocos 2 ao 6, para identificar um perfil de concordância entre os respondentes. Neste caso, foi verificado se os respondentes não eram unânimes em concordar com a afirmação da questão X, contra a alternativa de existência de um padrão de concordância previamente identificado.

Como se analisou cada variável (questão) em mais de duas categorias (discordo totalmente, discordo parcialmente, etc.), o teste não paramétrico mais adequado foi o Qui-Quadrado (X^2). O Teste X^2 , aplicado a uma variável com duas ou mais categorias, torna-se um tipo de prova de aderência, no sentido de que pode ser empregado para comprovar se existe diferença significativa entre o número observado de indivíduos, ou de respostas, em determinada categoria, e o respectivo número esperado, baseado na hipótese de nulidade.

Caso, na aplicação do Teste Qui-Quadrado, se aceite a hipótese nula de não-concordância nas afirmações levantadas nas questões 13 a 34, torna-se interessante analisar se o grau de concordância com essas questões está relacionado com as participações de ações ordinárias e preferenciais no total de emissões e do grupo controlador (questões 5 e 6 do questionário).

Das variáveis do bloco de caracterização da amostra (Bloco 1), as de concentração do controle e de propriedade foram as que mais contribuíram para haver divergências de opinião, uma vez que os respondentes poderiam, de um lado, concordar ou discordar das afirmações da Lei nº 10.303/2001 ou simplesmente responder de acordo com seus interesses; de outro lado, poderiam concordar ou discordar das afirmações por entenderem que os aspectos de concentração e propriedade já são práticas corriqueiras no mercado de capitais, ou seja, concordariam ou discordariam de forma pragmática. Como as participações acionárias tiveram nível de mensuração intervalar e as possíveis variáveis independentes a serem analisadas (questões 13 a 34) são nominais com mais de duas categorias, pôde-se usar Análise de Variância não paramétrica (Teste de Kruskal-Wallis). O teste não paramétrico de Kruskal-Wallis é usado para testar se k amostras provêm da mesma população ou de populações cujas médias são idênticas. Além disso, o Teste de Kruskal-Wallis

não exige as suposições de normalidade dos dados e homogeneidade das variâncias.

4. AVALIAÇÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as frequências das questões dos Blocos 2 a 6 (questões 13 a 34) e as estatísticas X^2 sob a hipótese de que as frequências provêm de uma distribuição uniforme.

Em geral, aceita-se que há um padrão de concordância com um viés mais de concordância dos respondentes do que discordância com as afirmações feitas nas questões, excetuando-se a questão 23, em que há um viés de não-concordância dos respondentes com a afirmação de que, com base no parágrafo 7º do artigo 141 da Lei nº 10.303/2001, evidencia-se a possibilidade de os

acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários.

Observando-se os dados da Tabela 1, verifica-se que a maioria das questões identificadas segue um padrão de concordância. Nesse sentido, relacionam-se abaixo as principais observações acerca desses padrões:

- Manutenção, pelas companhias abertas existentes, da proporção de até 2/3 de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas: concordância no sentido de que este quesito da Lei nº 10.303/2001 colabora para o aumento da disparidade atual entre o investimento e o poder de decisão nas companhias, auxiliando na manutenção do *status quo* anterior à reforma na legislação societária.

Tabela 1: Frequências (%) e Teste Qui-Quadrado para as questões da pesquisa

Questões	Discorda Totalmente	Discorda Parcialmente	Indiferente	Concorda Parcialmente	Concorda Totalmente	Qui-Quadrado
Q13	5,0	10,0	7,50	30,0	47,50	26,75(**)
Q14	-	15,0	17,5	42,5	25,0	7,4
Q15	7,5	15,0	20,0	47,5	10,0	20,75(**)
Q16	-	12,5	12,5	52,5	22,50	17,2(**)
Q17	12,5	30,0	10,0	37,5	10,0	13,25(*)
Q18	2,5	27,5	5,0	40,0	25,0	20,25(**)
Q19	17,5	20,0	7,5	35,0	20,0	7,75
Q20	7,5	27,5	17,5	37,5	10,0	12,5(*)
Q21	7,5	10,0	25,0	40,0	17,50	13,75(**)
Q22	2,5	-	5,0	22,5	70,0	47,0(**)
Q23	7,5	40,0	12,5	32,5	7,50	18,5(**)
Q24	5,0	30,0	22,5	32,5	10,0	11,75(*)
Q25	-	2,50	7,50	35,0	55,0	29,0(**)
Q26	5,0	7,50	17,5	50,0	20,0	25,75(**)
Q27	2,50	2,50	17,5	60,0	17,50	44,5(**)
Q28	7,50	15,0	5,0	37,5	35,0	18,75(**)
Q29	20,0	22,5	10,0	35,0	12,50	7,75
Q30	20,0	22,5	10,0	37,5	10,0	10,25(*)
Q31	5,0	7,50	15,0	40,0	32,50	19,25(**)
Q32	2,50	5,0	12,5	40,0	40,0	27,75(**)
Q33	-	5,0	15,0	35,0	45,0	16,0(**)
Q34	5,0	5,0	15,0	35,0	40,0	22,0(**)

Significância: ** 1% ; * 5%.

Fonte: os Autores.

- Em relação ao novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para as que decidam abrir seu capital, verificou-se um nível de concordância, no sentido de que

essa previsibilidade pode ser um instrumento legal suficiente para que se atraíam investimentos de acionistas minoritários, mesmo com a convergência de opiniões em relação ao

distanciamento entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias.

- Concordância em relação à simples ratificação pela Lei nº 10.303/2001 das vantagens atribuídas pela Lei nº 6.404/76 às ações preferenciais por conta da perda do direito a voto, ou seja, não melhoraram muito as vantagens dos detentores dessa classe de ações.
- Melhoria do dispositivo legal que permite uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração das companhias, por meio do direito que é assegurado aos acionistas detentores de, ao menos, 15% de ações com direito a voto ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total, de elegerem um membro para os Conselhos de Administração em eleição separada da assembleia geral e sem a participação do acionista controlador.
- Apesar da possibilidade de maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, os respondentes concordam em que, na prática, os acionistas majoritários enfraquecem o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários, visto ainda estar assegurado que a maioria dos conselheiros são escolhidos pelo acionista controlador.
- Concordância no sentido de que a utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, que maximizaria as possibilidades de entrada de acionistas não controladores nos Conselhos de Administração, não melhorou o ativismo dos acionistas minoritários após a aprovação da Lei nº 10.303/2001.
- Concordância em relação a ser indispensável a adoção obrigatória da regra de *tag along* no contexto brasileiro. Apesar disso, observa-se que o percentual legal de 80% em caso de alienação do bloco de controle ainda possibilita a extração de benefícios privados de controle por parte dos acionistas controladores.
- Convergência de opiniões em relação às vantagens que o arcabouço legal ofertou, ao permitir a resolução de disputas societárias por meio das câmaras de arbitragem.
- Melhor equilíbrio de interesses e transparência, por intermédio da previsão legal que ratifica o poder individual dos integrantes do Conselho

Fiscal, e maior nível de informações a serem disponibilizadas pelos administradores da Companhia à CVM, principalmente as relacionadas a quaisquer mudanças em sua propriedade.

Verifica-se, ainda, que existe um padrão de concordância no tocante a outros elementos, caracterizados também como instrumentos do ambiente legal e que podem influenciar os processos de governança corporativa:

- Conversão das obrigações do aparato legal previsto na Lei Sarbanes-Oxley em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem destas entre os investidores, da adequação da gestão aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano (SEC) e da otimização da imagem das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Nesse sentido, estabelece-se uma possível tendência de convergência funcional para os padrões de governança corporativa.
- Crença de que a Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei nº 11.101/2005) poderá auxiliar na criação de um novo ambiente de negócios no Brasil, por meio do fortalecimento dos padrões de governança corporativa.

Ademais, nas questões 14, 19 e 29 não houve um padrão de concordância, conforme indica a não-significância da estatística X^2 para essas questões. Assim, conclui-se que não há unanimidade na posição dos respondentes em relação aos seguintes aspectos: 1) todas as formas de organização acionária que permitem o afastamento da regra uma ação—um voto contribuem para o aumento dos custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia; 2) se a Lei nº 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação—um voto, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos; e 3) se a adoção da “regra obrigatória” de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei nº 10.303/2001, em razão de o *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários.

Neste ponto, torna-se relevante evidenciar que, apesar de não haver unanimidade nas respostas às questões 14, 19 e 29, pode-se identificar um padrão

de concordância dos respondentes em relação à concentração de controle e propriedade da empresa de que o respondente faz parte.

4.1. Questões em que não houve concordância

A Tabela 2 expõe a média da participação de ações ordinárias (AO Totais) e preferenciais (AP Totais) em relação ao total de ações emitidas e às ações do grupo controlador (AO e AP do Grupo Controlador), por nível de concordância nas afirmações 14, 19 e 29. Na Tabela 3 apresentam-se

as estatísticas do Teste Kruskal-Wallis para essas mesmas questões.

Os níveis exatos de significância (p-valor), na Tabela 3, indicam que se aceita, no nível de 5%, que as médias de participação de ações ordinárias e preferenciais em relação ao total de ações emitidas e pelo grupo controlador são iguais ao nível de concordância da questão 19. Na análise das AO Totais, AP Totais e AO do Grupo Controlador também se aceita que as médias das participações são independentes do nível de concordância das questões 14, 19 e 29.

Tabela 2: Média da Concentração de Controle e Propriedade por nível de concordância com as afirmações 14, 19 e 29 da pesquisa

N.º	Níveis de Concordância	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q14	Discorda Totalmente	-	-	-	-
	Discorda Parcialmente	41,54	58,46	65,87	32,14
	Indiferente	74,3	59,96	75,94	77,98
	Concorda Parcialmente	57,48	51,63	76,37	58,32
	Concorda Totalmente	73,64	37,66	82,22	71,52
Q19	Discorda Totalmente	71,48	39,92	76,32	71,01
	Discorda Parcialmente	63,3	41,95	87,62	66,2
	Indiferente	60,16	59,76	93,9	83,83
	Concorda Parcialmente	64,9	54,6	68,67	56,26
	Concorda Totalmente	48,38	59	70,89	44,04
Q29	Discorda Totalmente	49,64	50,36	68,98	54,66
	Discorda Parcialmente	66,41	50,39	79,55	68,98
	Indiferente	76,12	47,76	78,57	78,83
	Concorda Parcialmente	60,66	50,07	72,31	43,03
	Concorda Totalmente	66,87	55,22	89,14	88,34

Nota: AO = Ações Ordinárias; AP = Ações Preferenciais.

Fonte: os Autores.

Tabela 3: Teste Kruskal-Wallis (H) das Médias da Concentração de Controle e Propriedade por nível de concordância para as questões 14, 19 e 29 da pesquisa

N.º	Descrição	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q14	Qui-Quadrado	5,178	2,652	1,25	8,94
	gl	3	3	3	3
	p-valor	0,159	0,449	0,741	0,030
Q19	Qui-Quadrado	4,148	5,551	6,057	5,452
	gl	4	4	4	4
	p-valor	0,386	0,235	0,195	0,244

N.º	Descrição	AO Totais	AP Totais	AO do Grupo Controlador	AP do Grupo Controlador
Q29	Qui-Quadrado	2,688	0,296	2,647	10,208
	gl	4	4	4	4
	p-valor	0,611	0,99	0,618	0,037

Nota: AO = Ações Ordinárias; AP = Ações Preferenciais; p-valor = nível exato de significância.

Fonte: os Autores.

As médias das participações de ações preferenciais do grupo controlador diferem estatisticamente em nível de 5% do nível de concordância com as questões 14 e 29, sendo maior a participação de ações preferenciais do grupo controlador (AP - Grupo Controlador) à medida que aumenta o nível de concordância nas questões 14 e 29 (Tabela 3). Desse modo, conclui-se que:

- apesar de não haver unanimidade entre os respondentes, em empresas em que o grupo (indivíduo) controlador possui alta participação nas ações preferenciais o respondente tende a concordar em que todas as formas de organização acionária que permitem o afastamento da regra uma ação—um voto tendem a aumentar os custos de agência e deixam os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia; e
- apesar de não haver unanimidade entre os respondentes, em empresas em que o grupo (indivíduo) controlador possui alta participação nas ações preferenciais o respondente tende a concordar em que a adoção da “regra obrigatória” de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei nº 10.303/2001, em razão de o *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários.

Em relação a essas duas inferências, estabeleceu-se um limite à pesquisa, visto não ser possível identificar qual a real intenção dos respondentes em concordar com essas afirmações, cujo teor apresenta-se, pelo menos no campo teórico, mais adequado aos seus interesses.

5. CONCLUSÕES

Neste estudo abordou-se o ambiente legal que, direta e indiretamente, busca ofertar as condições necessárias para a diminuição dos conflitos entre os

diversos interessados nos processos de gestão das empresas.

Sob esse enfoque, buscou-se apresentar o ambiente legal como um dos diversos mecanismos de governança corporativa, e seu aparato legal como instrumento de proteção dos direitos dos acionistas minoritários e dos credores das companhias. Tal visão foi destacada neste estudo, que empreendeu uma avaliação da reforma à Lei nº 6.404/1976, por interseção da Lei nº 10.303/2001, no tocante à proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Verifica-se que o atual aparato legal recebeu, e ainda recebe, críticas em muitos pontos, as quais, segundo a literatura revisada, focam principalmente a emissão de ações preferenciais pelas companhias, a efetiva representação e participação dos acionistas minoritários nos Conselhos de Administração, o aspecto dos direitos dos minoritários em caso de alienação do bloco de controle das companhias e os mecanismos de gestão pertinentes aos acordos entre acionistas.

Assim sendo, o mecanismo de coleta de dados (questionário) enviado às companhias procurou avaliar essas questões juntamente com outras vinculadas ao conceito de políticas públicas como tema de governança corporativa, como a que questiona se a atual Lei de Falências pode ser considerada um elemento importante nos processos de governança.

Para fundamentar a avaliação proposta, optou-se pelo tratamento estatístico dos dados coletados no questionário de pesquisa, instrumentalizado segundo dois testes específicos: 1) Teste Qui-Quadrado (X^2), utilizado para avaliar se houve unanimidade nas respostas do questionário aplicado e se existe um perfil de concordância entre os respondentes; e 2) Teste de Kruskal-Wallis (H), para verificar se a hipótese nula de não-concordância nas questões aplicadas está relacionada com as participações ordinárias e

preferenciais no total de emissões e do grupo controlador das companhias.

De forma geral, a abordagem quantitativa aplicada comprovou grande parte do que se tem apregoado sobre a reforma legal, algumas vezes considerada um fracasso em relação à proteção dos direitos dos acionistas minoritários. As observações dos respondentes, em razão do padrão de concordância verificado, fazem com que se chegue às seguintes considerações:

- A manutenção, pelas companhias abertas existentes, da proporção de emissão de até 2/3 de ações preferenciais em relação ao total das ações emitidas pode ser vista como um fator de continuidade do estado de coisas anterior à reforma na legislação societária, principalmente no que diz respeito às questões de distanciamento entre propriedade e gestão.
- Houve simples ratificação pela Lei n.º 10.303/2001 das vantagens atribuídas pela Lei n.º 6.404/76 às ações preferenciais, que não dão direito a voto.
- Promoveu-se melhoria do dispositivo legal que permite maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração das companhias.
- Apesar da possibilidade de maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, os respondentes afirmaram que, na prática, os acionistas majoritários enfraquecem o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários, visto ainda estar assegurado que a maioria dos conselheiros é escolhida pelo acionista controlador.
- Observou-se concordância com a ideia de que a utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, que maximizaria as possibilidades da entrada de acionistas não controladores nos Conselhos de Administração, não melhorou o ativismo dos acionistas minoritários após a reforma legal.
- A adoção obrigatória da regra de *tag along* no contexto brasileiro tende a ser indispensável, mesmo havendo a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários, em razão do percentual legal ser de 80% em caso de alienação do bloco de controle.

Necessária se faz a recomendação de que, em futuros estudos, se estenda esta avaliação da

reforma na legislação societária para o universo de entidades que, efetivamente, vivenciam as possíveis dificuldades decorrentes dos problemas no aparato legal, neste caso, os fundos de pensão ou uma determinada amostra de acionistas minoritários não enquadrados como investidores institucionais.

Tal proposição respalda-se no fato de que, mesmo havendo um padrão de concordância nas respostas às questões efetuadas, não se pôde precisar até que ponto os respondentes se manifestaram apenas de forma pragmática.

Além de apontar essa limitação, sugere-se a aplicação do instrumento de pesquisa utilizado em outras análises, com os seguintes objetivos:

- Verificar se o padrão de concordância observado em relação à emissão de ações preferenciais está associado a outras variáveis, como a categoria de acionistas controladores ou a política de dividendos praticada pelas companhias.
- Observar se o padrão de concordância atribuído à adequação aos preceitos da Lei Sarbanex-Oxley – que pode ser encarada como instrumento de melhoria da imagem que o investidor tem da companhia – está correlacionado à variável de emissão e tipo de ADR's emitidas.
- Examinar aprofundadamente todos os padrões de concordância com as perguntas do questionário, de maneira a permitir novas inferências acerca dos temas abordados por blocos de questões.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BRASIL. Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul.-set. 2002.
- DE PAULA, G. M. *Governança corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas*. Uberlândia: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe – CEPAL, 2003.
- DICK, A.; ZINGALES, L. *Private Benefits of Control: an International Comparison*. January 2002. NBER Working Paper N.º W8711. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 6 maio 2005.
- DOIDGE, C. A.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. *Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance*. ECGI Working Paper Series in Finance, n. 50, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=580883>>. Acesso em: 6 maio 2005.
- 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. 9-27, maio-ago. 2002.
- GORDON, J. N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice. *California Law Review*, Berkeley, v. 76, p. 1-77, Jan. 1988.
- GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração – USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out.-nov.-dez. 2004.
- GROSSMAN, S.; HART, O. *One share-one vote and the market for corporate control*. August 1987. National Bureau of Economic Research-Working Papers n. 2347. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w2347>>. Acesso em: 12 abr. 2005.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, July 1976.
- KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v. 26, p. 367-373, June 1983.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Malden, v. 54, n. 2, p. 471-518, Apr. 1999.
- _____. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *RAE-Eletrônica*, São Paulo, v. 2, n. 2, jul.-dez. 2003.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 23., 2004, Curitiba. *Anais...* Curitiba: ANPAD, 2004.
- MATTAR, F. N. *Pesquisa de Marketing*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001. Edição compacta.
- NENOVA, T. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*. EFMA 2002 London Meetings. September 25, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=294064>>. Acesso em: 12 abr. 2005.
- NENOVA, T. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*. World Bank, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. *Contabilidade societária: atualizado pela lei nº 10.303/01*. São Paulo: Atlas, 2002.
- SROUR, G. *Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras*. Prêmio BNDES de Economia-2003. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2005.

APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO DA PESQUISA

OBS.: As questões 1 a 4 e 7 a 12, que apresentam algumas características das empresas e dos respondentes pesquisados, foram omitidas para economia de espaço e por não serem necessárias ao objetivo principal do artigo.

BLOCO 1: PERFIL DA EMPRESA E DO RESPONDENTE

- 5 Especifique a proporção de ações ordinárias e preferenciais emitidas pela empresa:
- 6 Especifique a proporção de ações ordinárias e preferenciais do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das ações ordinárias emitidas:

BLOCO 2: TODAS AS QUESTÕES DESTE BLOCO PROCURAM AVALIAR OS REFLEXOS DA EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS POR PARTE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS APÓS A APROVAÇÃO DA LEI Nº 10.303/2001.

- 13 Em relação à afirmação de que cada ação terá direito a um voto seja considerada uma das regras essenciais para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, você:
- 14 Quanto à afirmação: “Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação–um voto contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia”, você:
- 15 O parágrafo 1º do artigo 8º da Lei nº 10.303/2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões. Atribui-se a esse quesito do texto legal um aumento da disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Com relação a essa assertiva, você:
- 16 O novo limite de emissão de 50% de ações preferenciais somente será aplicado às novas companhias fechadas que decidirem abrir seu capital. Acredita-se que a Lei nº 10.303/2001 manteve o *status quo* referente à separação entre o investimento financeiro e o poder de decisão nas companhias. Com respeito a essa afirmação, você pode dizer que:
- 17 O novo limite de 50% de emissão de ações preferenciais para as novas companhias, ou para aquelas que decidam abrir seu capital, é um instrumento legal suficiente para que se atraíam investimentos específicos de acionistas minoritários. Em relação a essa assertiva, você pode afirmar que:
- 18 Se a Lei nº 10.303/2001 tivesse previsto que o novo limite de emissão de ações preferenciais (montante de 50%) seria obrigatório também para as companhias abertas já existentes, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos, em face da provável necessidade de os controladores terem de investir mais capital numa oferta pública para manter o controle e impedir a dispersão acionária. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- 19 Se a Lei nº 10.303/2001 também tivesse previsto a regra uma ação–um voto, ter-se-ia uma situação instaurada de inibição de novos investimentos. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:
- 20 Em relação ao limite de ações preferenciais previsto na Lei nº 10.303/2001, pode-se afirmar que a nova previsão legal prejudica o aumento do ativismo dos acionistas minoritários, em face da disparidade existente entre investimento financeiro e poder de decisão nas companhias. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:
- 21 As ações preferenciais, normalmente, recebem vantagens em relação às ações ordinárias, por conta da perda do direito a voto. O novo artigo 17, parágrafo 1º, da Lei nº 10.303/2001 estipula, basicamente, três vantagens dessa classe de ações. Apesar disso, considera-se que o instrumento legal apenas ratificou uma das vantagens já previstas na legislação anterior, a de assegurar o pagamento de dividendos pelo menos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias. Em relação a essa afirmação, você pode dizer que:

BLOCO 3: TODAS AS QUESTÕES DESTE BLOCO PROCURAM AVALIAR A REPRESENTAÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, CONSELHO FISCAL E NAS ASSEMBLÉIAS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS APÓS A APROVAÇÃO DA LEI Nº 10.303/2001.

22 O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei nº 10.303/2001 dispõe que terão direito de eleger um membro do Conselho de Administração – numa eleição separada da assembleia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição – acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem 10% do capital total. Defende-se que essa medida representou um avanço no sentido de permitir uma maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração. Em relação ao suposto avanço, você pode afirmar que:

23 O parágrafo 7º do artigo 141 da Lei nº 10.303/2001 garante que o Conselho de Administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador. Com base nessa previsão legal, evidencia-se a possibilidade de os acionistas majoritários, na prática, tentarem enfraquecer o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários. A respeito dessa afirmação, você pode dizer que:

24 A utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, instrumento que poderia facilitar a entrada de acionistas não controladores no Conselho de Administração, por meio de mecanismos diferenciados de votação, fora anteriormente avaliada em pesquisas empíricas que revelaram que ou os acionistas minoritários no Brasil não são ativistas, ou preferem vender suas ações quando insatisfeitos. Nesse sentido, se afirmássemos que essa situação mudou após a aprovação da Lei nº 10.303/2001, você poderia dizer que:

25 Aponta-se que a Lei nº 10.303/2001, tomando-se por base suas novas prerrogativas, auxiliaria no aumento da participação de acionistas minoritários no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nas Assembleias. Com base nessa assertiva, você pode afirmar que:

26 Aponta-se também que o advento da Lei nº 10.303/2001 provocaria uma maior participação dos investidores institucionais locais ou estrangeiros (desde que caracterizados como acionistas minoritários) nos processos de deliberação ou votação. Em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

BLOCO 4: TODAS AS QUESTÕES DESTE BLOCO PROCURAM AVALIAR OS DIREITOS NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS APÓS A APROVAÇÃO DA LEI Nº 10.303/2001.

27 Com relação à afirmação de que a Lei nº 10.303/2001 endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle por parte dos acionistas controladores, por meio da disposição legal de garantir o direito a *tag along* de apenas 80%, em caso de alienação do bloco de controle, você pode afirmar que:

28 A adoção da “regra obrigatória” de *tag along* é indispensável no contexto brasileiro, em que o potencial para confisco de valor dos minoritários é alto. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

29 A adoção da “regra obrigatória” de *tag along* em 100% deveria ter sido prevista na Lei nº 10/303/2001, em função de o *tag along* adotado de 80% ainda permitir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários. Nesse sentido, e em relação a esse aspecto, você pode afirmar que:

BLOCO 5: TODAS AS QUESTÕES DESTE BLOCO PROCURAM AVALIAR QUESTÕES GERAIS PRESENTES NOS PROCESSOS DE GESTÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS APÓS A APROVAÇÃO DA LEI Nº 10.303/2001.

30 A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, referentes à Lei nº 10.303/2001, prevê que os conselheiros das companhias são obrigados a votar conforme os termos do acordo de acionistas concluído pelos acionistas que os elegeram. Nesse sentido, comenta-se que a vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso. Com relação a essa afirmação, você pode dizer que:

31 A Lei nº 10.303/2001 prevê a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por intermédio das câmaras de arbitragem. Tal previsão pode contribuir para um incremento no ativismo dos acionistas minoritários. Em relação a essa afirmação, você pode asseverar que:

32 A Lei nº 10.303/2001 estabeleceu o aumento do poder individual dos integrantes do Conselho Fiscal, bem como a norma que torna obrigatória a revelação de quaisquer mudanças em sua propriedade, por parte dos

administradores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verifica-se, então, uma base sólida para melhoria do ativismo dos acionistas minoritários. Com base nessa assertiva, você pode dizer que:

BLOCO 6: TODAS AS QUESTÕES DESTE BLOCO REFEREM-SE A OUTRAS POLÍTICAS PÚBLICAS ESPECÍFICAS QUE INFLUENCIAM OS PROCESSOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

33 Juntamente com as formalizações previstas na Lei Sarbanes-Oxley, verifica-se a possibilidade de converter as obrigações desse aparato legal em benefícios para a gestão das companhias, por meio do aprimoramento da imagem entre os investidores, da adequação aos padrões de governança do órgão regulador norte-americano, bem como da melhoria da imagem e da transparência das empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Com base nessa afirmação, você pode dizer que:

34 A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências (Lei nº 11.101/2005) traz consigo novidades que promoverão mudanças no âmbito jurídico e na administração das empresas. Acredita-se que um novo ambiente de negócios poderá ser instalado no Brasil e, por conseguinte, os processos de governança corporativa tendem a ser fortalecidos com o advento deste instrumento. Com base nessa afirmação, você pode dizer que: