

**Mestrado em Finanças e Economia Empresarial****BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE, AMBIENTE LEGAL E  
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS:  
UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO.**

*Dissertação apresentada à Escola de Pós-Graduação em Economia para obtenção do grau de Mestre em Finanças e Economia Empresarial.*

**Aluno:****Felipe Carvalho da Cruz****Banca Examinadora:****Prof. Dr. Daniel Ferreira (Orientador, EPGE-FGV)****Prof. Dr. Heitor Vieira de Almeida Neto (EPGE-FGV e New York University)****Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito (IBMEC-RJ)****13 de agosto de 2003**

## Resumo

A idéia central deste trabalho parte da percepção de que nem todos os investidores de uma mesma empresa recebem *payoff* proporcional aos direitos de fluxo de caixa conferidos por suas ações. A esse valor, que seria apropriado pelos acionistas controladores da empresa é dado o nome de *benefício privado de controle*. Estudos anteriores mostram que a qualidade da proteção dos minoritários pela lei, bem como sua aplicabilidade e origem das famílias legais explicam grande parte dos benefícios privados de controle entre os países. Mostram também que quando os direitos dos investidores e dos credores são bem protegidos e garantidos pelos reguladores ou pelos tribunais, os investidores financiam as empresas, estabelecendo a relação entre benefícios privados de controle e desenvolvimento do mercado de capitais. Este trabalho desenvolve um modelo simples, capaz de capturar qual é a decisão ótima de um administrador que exerce controle sobre a empresa no que diz respeito a desviar ou não recursos da empresa e de expropriar ou não os investidores minoritários, sendo que a abordagem feita neste estudo se difere das anteriores na medida em que introduz dois tipos diferentes de desvios. O primeiro, tratado nos modelos anteriores, representa o desvio de recursos ou idéias da empresa para o acionista controlador, enquanto que o segundo representa a capacidade do acionista controlador de desviar recursos dos acionistas minoritários. Nesta modelagem os dois tipos de desvios têm características e custos diferentes e são combatidos com instrumentos distintos na legislação. Por último, é feita uma análise de alguns pontos da Lei das S.A. brasileira buscando identificar que características dessa legislação afetam os custos incorridos pelo controlador para desviar recursos dos acionistas minoritários, realçando as características que contribuem para a qualidade e aplicabilidade da legislação e focando nos incentivos gerados do ponto de vista econômico.

## 1) INTRODUÇÃO

A percepção de que parte do valor máximo de uma empresa não é dividida igualmente entre todos os acionistas, ou seja, nem todos os investidores de uma mesma empresa recebem *payoff* proporcional aos direitos de fluxo de caixa conferidos pelas ações por eles detidas, está hoje bastante difundida na literatura. A esse valor, que seria apropriado pelos acionistas controladores da empresa, é dado o nome de *benefício privado de controle*.

Tais benefícios não são de fácil mensuração, dado que se fossem observáveis com alguma facilidade, os acionistas não controladores seriam capazes de impedir que tal valor lhes fosse diluído. Muitas vezes essa expropriação acontece com *insiders* desviando os lucros da empresa com operações fraudulentas. Outras vezes é camuflada através da venda de ativos e produtos para outras empresas controladas integralmente pelos controladores por preços abaixo daqueles que seriam praticados no mercado. Tais preços de transferência são na maior parte das vezes legais. Mesmo pessoas tecnicamente capazes podem legitimamente discordar sobre qual o preço “justo” para determinada transação ou transferência, sendo inviável provar em juízo que pequenas variações são incorretas. Quando o volume dessas transações é elevado, tais benefícios podem ser bastante volumosos. A expropriação também pode acontecer através do desvio de oportunidades da empresa, alocação de executivos mal preparados e remuneração excessiva. A expropriação também está ligada com problemas de agência descritos por Jensen e Meckling (1976), que focam no consumo de “perquisites” pelos administradores. Significa que os *insiders* usam os lucros da empresa em benefício próprio ao invés de devolver o dinheiro para os acionistas.

Pesquisas desenvolvidas ao longo dos últimos 40 anos têm levado para uma abordagem legal os problemas relacionados com Governança Corporativa. Modigliani e Miller (1958) acreditavam que as empresas eram um conjunto de investimentos em projetos e seus fluxos de caixa associados, interpretando naturalmente instrumentos financeiros de ações e dívida como direitos desses fluxos de caixa. Jensen e Meckling (1976) mostraram que o retorno desses investimentos não podia ser dado como certo, na medida em que *insiders* poderiam usar tais recursos em benefício próprio. No modelo desenvolvido por eles o limite para a expropriação seria a propriedade residual de ações

por parte dos controladores, que realçaria o interesse deles em dividendos ao invés de “perquisites” e alinharia os incentivos.

Pesquisas feitas por Grossman, Hart e Moore, resumidas por Hart (1995), fazem avanços focando no poder dos investidores vis a vis o poder dos *insiders*, distinguindo entre os direitos contratuais e residuais que os investidores têm. Economistas têm usado essa idéia para modelar instrumentos financeiros não em termos de fluxos de caixa, mas em termos dos direitos que eles alocam para os detentores. Com essa modelagem, os investidores recebem caixa só porque eles têm poder, que pode ser entendido como poder para eleger diretores, forçar o pagamento de dividendos, impedir um projeto que prejudique os minoritários em detrimento dos *insiders*, processar diretores e conseguir compensação por seus atos ou liquidar empresas e receber seus proventos.

Em ambas as modelagens, de Jensen e Meckling ou na de direitos residuais de controle de Grossman, Hart e Moore, o direito dos investidores é protegido e muitas vezes especificado pelo sistema legal. Quando os direitos dos investidores e dos credores são bem protegidos e garantidos pelos reguladores ou pelas cortes, os investidores financiam as empresas. É esperado que uma boa e eficiente proteção para os investidores minoritários diminua os benefícios privados de controle, fazendo com que seja melhor simplesmente pagar dividendos. Dyck e Zingales (2002) e Nenova (2003) apresentam evidências empíricas que mostram que a qualidade de proteção dos minoritários pela lei, bem como sua aplicabilidade e origem das famílias legais explicam grande parte dos benefícios privados de controle entre os países. Desta forma, a ligação entre a estrutura do sistema legal e sua qualidade com o nível de financiamento externo das empresas e poupança da economia se estabelece e gera implicações para o desenvolvimento dos mercados e da economia.

A proteção ao investidor encoraja o desenvolvimento dos mercados na medida em que os investidores protegidos de expropriação estão mais dispostos a investir e pagar mais por instrumentos financeiros, tornando mais atrativo para as empresas a emissão de tais instrumentos. Dick e Zingales (2002) e La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) mostram que países com leis e regulamentações mais eficientes na proteção dos investidores têm mercados de capitais mais desenvolvidos. Vale lembrar que tanto para acionistas como para credores, proteção para os investidores inclui não somente os

direitos que a lei estabelece, mas também a aplicabilidade da lei. Beck, Levine e Loayza (2000) definem três maneiras pelas quais o desenvolvimento do mercado de capitais é capaz de afetar o crescimento econômico. A primeira delas é através do reforço na poupança. A segunda é através do direcionamento da poupança para investimentos reais que acabam por fomentar a acumulação de capital. A terceira é que na medida em que investidores financeiros exercem algum controle sobre as decisões dos empresários, existe uma tendência de que o fluxo de investimentos seja utilizado em projetos e empresas mais produtivas, melhorando a eficiência da alocação de capital.

Outro fator que também aparece como função do montante de benefícios privados de controle é a estrutura de propriedade das empresas. Bebchuk (1999) faz essa ligação utilizando argumentos relacionados com a probabilidade de *takeover*.

As evidências descritas nesta introdução ressaltam a importância de um conjunto de leis capazes de gerar incentivos corretos na direção do desenvolvimento do mercado de capitais e da economia do país. Este trabalho busca identificar quais são os incentivos gerados por alguns pontos da legislação societária brasileira. Para que a análise seja melhor fundamentada, é desenvolvido um modelo onde o controlador da empresa escolhe a proporção ótima de recursos desviados da empresa e dos acionistas minoritários dados os custos que ele enfrenta para cada tipo de desvio.

A seção 2 deste trabalho apresenta uma revisão bibliográfica abordando os principais pontos relacionados aos benefícios privados de controle. A seção 3 constrói um modelo que captura a função de reação do controlador para desviar recursos da empresa e dos minoritários em função dos incentivos gerados pela legislação. A seção 4 faz uma análise do ponto de vista econômico dos incentivos gerados por alguns pontos da legislação brasileira que rege as companhias de capital aberto. A seção 5 apresenta a conclusão desse trabalho.

## 2) REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1) ESTIMAÇÃO DE BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

Existem dois métodos principais para se estimar os benefícios privados de controle. O primeiro deles, elaborado por Dyck e Zingales (2002), se baseia na metodologia desenvolvida pioneiramente por Barclay e Holderness (1989), que utiliza como base para a estimação operações de compra e venda de controle. Nesta concepção, o benefício privado de controle é definido como a diferença entre o preço por ação pago pelo adquirente e o preço de mercado da empresa dois dias após o anúncio da operação. Enquanto o preço por ação pago pelo adquirente reflete os benefícios privados de controle mais os direitos de fluxo de caixa sob a nova administração, o preço de mercado reflete apenas os benefícios de fluxo de caixa que os acionistas minoritários esperam receber sob a nova administração. A metodologia alternativa desenvolvida por Nenova (2003) se baseia no valor atribuído aos votos do bloco de controle, estimado numa amostra de empresas com duas classes de ações e ajustado para a probabilidade dos votos serem demandados durante uma mudança de controle, pelos custos de se manter o bloco, por diferenças no pagamento de dividendos e por diferenças de liquidez. Tal medida seria uma aproximação para os benefícios privados de controle e sua lógica está na intuição de que o acionista controlador está disposto a pagar um prêmio para o detentor de uma ação com direito de voto num evento de troca de controle no montante do valor esperado de controle.

A metodologia de Dyck e Zingales aplicada a uma amostra de 39 países com 412 operações de venda de controle entre 1999 e 2000 aponta para prêmios de controle variando entre -4% e 65%, com média positiva de 14%. O Brasil possui a maior média, com 65% de prêmio de controle sobre o valor de mercado das ações. A menor média é a do Japão, com -4%, sendo que países como Estados Unidos e Inglaterra aparecem com 2%.

A metodologia de Nenova aplicada a uma amostra de 661 empresas com ações de duas classes em 1997, abrangendo 18 países, mostra que o valor atribuído aos votos do bloco de controle é significativo em magnitude e varia bastante entre os países, representando

mais de um quarto do valor de mercado das empresas em países como Brasil, Chile, França, Itália, México e Coréia do Sul.

Dyck e Zingales mostram que quando comparados com as estimativas de Nenova os resultados para países como Estados Unidos, Suíça e Alemanha são idênticos, sendo a correlação entre as medidas de 59%. Entretanto, algumas estimativas divergem bastante, como as encontradas para Austrália e Brasil. Enquanto as estimativas de Dyck e Zingales apontam para 2% e 65%, as de Nenova apontam para 23% e 23%, respectivamente para Austrália e Brasil. Dyck e Zingales argumentam que 76% da diferença dos resultados entre os estudos são explicadas pelo viés presente no estudo de Nenova que advém do fato de que as empresas tendem a emitir ações de duas classes quando os benefícios privados de controle são grandes. Enquanto o Brasil tinha 59% das empresas com duas classes de ações, separando direitos de propriedade e controle, a Austrália só tinha uma empresa.

## 2.2) VARIÁVEIS QUE EXPLICAM OS BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

Em relação aos mecanismos que explicam os benefícios privados de controle e que podem ser usados na tentativa de mitigá-los, o foco maior da literatura tem sido em mecanismos legais e diretos que diminuam o poder discricionário do controlador e alinhem os incentivos, como a presença de leis severas, eficientes e aplicáveis na proteção dos direitos dos minoritários e a elevação do nível de transparência, tornando possível que os investidores usem os mecanismos legais cabíveis para coibir o comportamento abusivo do controlador.

Dick e Zingales (2002) mostram que o aumento de 1 desvio padrão na variável que mede a proteção dos acionistas minoritários reduz o valor de controle em 3,8%, que o aumento de 1 desvio padrão na aplicabilidade da lei reduz o valor de controle em 6,8% e que também existem diferenças no valor de controle em função da origem do sistema legal dos países, sendo que os benefícios privados de controle são significativamente menores em países com origem legal inglesa, germânica e escandinava do que em países com sistema legal de origem francesa. Nenova (2003) também mostra que o valor dos votos do bloco de controle é bem menor em países que contam com sistema legal mais severo. Para ilustrar, a média não ajustada do valor dos votos do bloco de controle é

de 4,5% nos países com *common law* e 25,4% nos países com sistema legal de origem francesa. A lei mais fraca diminui os custos para expropriação dos acionistas minoritários e aumenta o valor dos votos do bloco de controle. O impacto de leis de proteção para os acionistas é de magnitude significativa, mas a sua aplicabilidade é o fator preponderante. O valor dos votos do bloco de controle é, em média, 48% do valor do empresa no caso de uma empresa com estrutura de propriedade difusa que opera no pior caso de sistema legal. Uma melhora do pior para o melhor valor dentro da amostra para a aplicabilidade da lei faz com que o valor dos votos do bloco de controle se reduza para 31%. O mesmo valor cai para 20% se adotadas as melhores práticas dentro da amostra para proteção aos minoritários e para 8% com a melhora da regulação de *takeover*.

Nenova (2003) ressalta alguns pontos relativos às variáveis de aplicabilidade da lei, proteção do acionista minoritário e regras de *takeover*. No caso da aplicabilidade da lei, é esperado que um aumento na probabilidade de processo e consequentes perdas monetárias e de reputação por parte do controlador faça com que os custos para obtenção dos benefícios privados de controle aumentem e o prêmio pelas ações do bloco de controle se reduza. Em relação aos efeitos dos mecanismos de proteção ao minoritário, esses podem ser ambíguos, na medida em que é esperado que tais medidas diminuam os benefícios privados de controle, ou seja, o montante que o controlador é capaz de expropriar dos minoritários, mas também pode fazer com que haja um grau de substituição de valor entre as classes de ações se houver diferença na proteção entre as classes, fazendo com que o valor estimado do prêmio de controle aumente com melhores mecanismos de proteção. Em relação às regras de *takeover*, espera-se que elas diminuam o prêmio de controle na medida em que esse prêmio deve ser dividido com os minoritários no evento de mudança de controle. Três seriam os pontos principais na regulação: tratamento igual para os minoritários no caso da troca de controle, tratamento igual entre as classes de ações e ofertas públicas no caso de ofertas acima de um determinado limite. As regressões efetuadas mostram efeitos negativos significantes para leis mais rígidas, proteção maior para os minoritários, regras de *takeover* e a não existência de cláusulas no estatuto que favoreçam a concentração de controle no valor dos votos do bloco de controle.

Outros dois testes foram feitos por Dyck e Zingales buscando estimar os efeitos causados pela capacidade de sonegação de impostos e nível de informação da população. Em relação à sonegação de impostos, o argumento principal é que o governo tem os incentivos alinhados com os acionistas minoritários, na medida em que ambos querem que a empresa seja a mais lucrativa possível para se apropriarem de parte dos ganhos. Desta forma, a existência de um sistema legal capaz de dificultar a sonegação de impostos diminuiria os benefícios privados de controle. Em relação ao nível de informação da população, o argumento principal é a preocupação do controlador com a sua reputação, sendo o grau de difusão da imprensa escolhido como *proxy* no estudo. Deve-se notar que os resultados ressaltam o fato de que outras variáveis que não as variáveis diretas e legais estudadas em maior escala pela literatura também têm importância na explicação de como se pode reduzir os benefícios privados de controle.

Roe (2001) chama atenção para o fato de que os argumentos legais falham em explicar o porquê de não ter sido observada difusão do controle em alguns países desenvolvidos com sistemas judiciários eficientes e leis corporativas boas. O argumento dado pelo autor é que as leis corporativas são eficientes em reduzir os benefícios privados de controle e reduzir diversos conflitos de interesse, mas são ineficazes em atacar problemas de agência relacionados com a administração da empresa. Em países onde tais custos de agência são altos, a existência de leis corporativas boas não garante a difusão de controle. Se as condições econômicas, sociais ou políticas subjacentes à empresa proporcionarem elevados custos de agência que só podem ser combatidos através do controle, a estrutura vai ser concentrada mesmo na presença de leis corporativas adequadas.

### 2.3) AS CONSEQUÊNCIAS DOS BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

Dados os importantes resultados apontados pela literatura no sentido de mostrar entre diversos países a consistência e magnitude dos benefícios privados de controle, fica a questão importante de analisar quais são suas principais implicações.

Dick e Zingales (2002) argumentam que em relação ao desenvolvimento do mercado de capitais é razoável esperar correlação negativa entre os benefícios privados de controle e o grau de desenvolvimento, bem como correlação positiva com o grau de concentração

na estrutura de controle. Quando os benefícios privados de controle são elevados, os empresários relutam em abrir capital e quando o fazem provavelmente assegurarão participação acionária que lhes garanta o controle. Também é esperado que os governos façam processos de privatização através de venda privada de controle em detrimento de oferta pública quando os benefícios privados de controle são elevados.

Os resultados do estudo mostram que a variação de um desvio padrão no tamanho dos benefícios privados de controle gera uma variação negativa de 48% na relação de capitalização externa de mercado em relação ao PIB, de 6% no percentual detido por acionistas não controladores e de 35% no número de empresas privatizadas por venda privada.

Em estudo realizado por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) é feita um análise comparando o financiamento externo das empresas entre 49 países de acordo com a origem de suas leis, a qualidade dos instrumentos legais de proteção aos investidores e a aplicabilidade das leis. São utilizadas três medidas para financiamento de ações. A primeira delas olha a relação de capitalização de mercado das ações com relação ao PIB em 1994, normalizado por uma estimativa da fração do mercado de ações detida por investidores externos, ressaltando que o procedimento provavelmente superestima a participação dos investidores externos. Outras medidas utilizadas são o número de empresas listadas em relação a população e o número de IPO's (Initial Public Offering) entre 1995 e 1996. As variáveis de aplicabilidade e qualidade da lei advêm de uma pesquisa realizada com investidores e são conhecidas as origens dos sistemas legais. É utilizado um índice para proteção dos investidores, que leva em conta diversos aspectos de proteção dos mesmos.

Em todas as medidas países com *common law* têm maior acesso a financiamento via ações do que países com sistema civil. Países com *common law* têm em média 60% de financiamento externo em ações em relação ao PIB, contra 21% de países com sistema civil de origem francesa, 46% de sistema civil de origem germânica e 30% de sistema civil de origem escandinava. Países com *common law* têm em média 35 empresas listadas para cada um milhão de pessoas, contra 10 de países de sistema civil de origem francesa, 17 de sistema civil de origem germânica e 27 de sistema civil de origem escandinava. O índice de proteção aos investidores é bem maior nos países de *common*

*law*, intermediário nos países de sistema civil de origem escandinava e germânica e mais baixo nos países de sistema civil de origem francesa.

Também foi realizada uma série de regressões com diversos tipos de controle. Os resultados mostram que boa aplicabilidade na lei afeta fortemente a valorização e desenvolvimento dos mercados de dívida e de ações. Ainda que medidas de proteção dos investidores e aplicabilidade da lei expliquem parte das diferenças, a origem do sistema legal ainda se mostra significativa na explicação do nível de financiamento externo e desenvolvimento do mercado.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) argumentam que não existe uma explicação fechada para o porquê de tais diferenças, mas uma explicação que leva em conta o ponto da organização dos sistemas legais, chamada de explicação judicial, tem sido articulada mais recentemente por Coffee (2000) e Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000). As leis no sistema de *common law* são normalmente feitas por juízes, baseadas em precedentes e inspiradas por princípios gerais de dever fiduciário e justiça. É esperado que os juízes regulem em novas situações aplicando tais princípios mesmo quando a conduta específica sob julgamento ainda não tenha sido descrita ou proibida em estatutos. Quando o assunto sob julgamento é de expropriação de investidores, os juízes aplicam o que Coffee chama de “smell test”, onde procuram estabelecer se a conduta é justa para os acionistas minoritários. A expansão de precedentes legais para novas violações e o medo que isso representa, limita a expropriação por *insiders* em países com *common law*. Já em países com sistema civil, a lei é feita por legisladores e os juízes não devem ir além do que está escrito na legislação. Como consequência, um *insider* que descubra uma maneira de expropriar os minoritários que não esteja proibida pela legislação pode prosseguir sem medo de qualquer decisão judicial desfavorável. Os princípios mais vagos de dever fiduciário e justiça da *common law* protegem mais os investidores do que as linhas bem definidas de conduta das legislações dos países com sistema civil.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) levantam o ponto da relação de instrumentos de proteção legal para os acionistas minoritários e de propriedade de fluxo de caixa na avaliação das empresas. No estudo os autores modelam essa relação e testam suas principais proposições, como segue: em países com melhor proteção ao

acionista minoritário há menos expropriação desses acionistas; maior propriedade de direitos de fluxo de caixa pelo acionista controlador está associada com menor expropriação dos acionistas minoritários; empresas em ambientes com melhores instrumentos legais devem ter Q de Tobin maiores; empresas com maior propriedade de direitos de fluxo de caixa pelo acionista controlador devem ter Q de Tobin maiores; empresas com melhores oportunidades de investimento devem ter Q de Tobin maiores. O teste realizado utilizou dados para 27 economias prósperas e confirmou as proposições empiricamente.

Alguns modelos teóricos foram elaborados tentando modelar a relação entre a existência de benefícios privados de controle, a decisão de abrir capital e a estrutura ótima de propriedade para as empresas.

Bebchuk (1999) desenvolve uma teoria para a estrutura de propriedade das empresas, identificando como a existência de benefícios privados de controle significativos afeta a estrutura de propriedade. Quando estes são grandes, os fundadores da empresa que as levam a público ficam relutantes em deixar o controle em aberto, pois isto resultaria em *takeover*. Mantendo um bloco capaz de garantir controle, o fundador também consegue aumentar a fração do lucro que será capturado numa transferência de controle. O modelo também mostra que a separação de controle e propriedade vai ser utilizada em conjunto com a estrutura concentrada, mas nunca com estrutura difusa.

Shleifer e Wolfenzon (2003) desenvolvem um modelo teórico para balizar a decisão de um empreendedor de levantar capital via ações para financiar um projeto. Este empreendedor opera em um ambiente com proteção legal para investidores externos limitada e tem a possibilidade de desviar parte dos lucros da empresa. Fazendo isso ele corre o risco de ser processado. Nesse modelo a decisão do empreendedor sobre o tamanho do projeto e o montante de fluxo de caixa que ele deve vender é moldada pelo ambiente legal. Tais resultados são colocados em um modelo de equilíbrio para determinar o tamanho resultante do mercado de capitais.

Já Zingales (1995a) cria um modelo capaz de analisar a decisão da empresa de abrir capital, analisando a escolha sob a ótica de qual é a melhor maneira de vender a empresa. Quando se espera que o potencial comprador tenha capacidade de incrementar

o valor dos direitos de fluxo de caixa, o empreendedor pode usar o IPO para extrair parte do lucro da transação sem ter que barganhar com o comprador. Sem essa condição a maneira que maximiza valor na venda é não fazer o IPO e manter a companhia fechada, barganhando sobre a empresa toda com o potencial comprador. Essa modelagem também ajuda a entender a motivação de se realizar um IPO. Grande parte do debate político assume que é socialmente ótimo subsidiar o acesso de empreendedores ao mercado de ações, mas o modelo mostra que pode haver divergência entre o socialmente ótimo e o ótimo privado.

As evidências empíricas para estrutura de controle no mundo e no Brasil estão em linha com as principais proposições encontradas na literatura.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) realizaram um estudo mostrando dados de estrutura de propriedade para as maiores corporações de 27 economias prósperas e buscando respostas para perguntas como: quão comum são empresas com estrutura de propriedade difusa em países diferentes? Se estrutura é concentrada, quem são os controladores? Com que frequência bancos controlam empresas? Como esses controladores mantêm seu poder de voto? O que explica possíveis diferenças na estrutura de propriedade entre países?

Em trabalhos anteriores os autores sugerem que empresas com estrutura de capital difusa devem ser mais comuns em países com melhor proteção legal para investidores minoritários. A análise dos dados mostra que em 1995 36% das empresas tinham estrutura difusa de propriedade, 30% eram controladas por famílias, 18% pelo estado, 15% eram classificadas em outras categorias e que, comparando entre os países da amostra, os que têm melhor proteção aos investidores minoritários apresentam maior incidência de empresas com estrutura difusa de propriedade: 48% contra 27%. Os resultados também mostram que os acionistas controladores normalmente têm direitos de voto em maior proporção do que direitos de fluxo de caixa, que as famílias normalmente são os controladores, que estas participam da administração da empresa e que bancos não exercem muito controle sobre as empresas. Outros testes mostram que a qualidade de proteção ao investidor, medida como nível de direitos para os acionistas e como origem do sistema legal, são robustos determinantes da incidência de empresas com propriedade difusa.

Valadares (2002b) realiza um estudo para o Brasil onde mostra as características de propriedade direta e indireta e levanta alguns pontos. A composição acionária das empresas brasileiras listadas na Bovespa foi analisada de duas maneiras: direta, onde se consideram todos os acionistas com mais de 5% do capital votante e a indireta, que diz respeito aos acionistas que detêm a empresa em última instância.

O quadro da composição direta em 1997 mostra que não há diluição do capital votante. 62,5% das empresas possuem um acionista que detém o controle da empresa e este acionista possui em média 74% do capital votante. Nas empresas restantes, o maior acionista possui em média 32% do capital votante. O maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuem respectivamente 58%, 78% e 82% do capital votante quando considerada a amostra inteira. Segundo Shleifer e Vishny (1986) e Demsetz e Lehn (1985), considerando a amostra da Fortune 500 para empresas americanas, os cinco maiores acionistas possuem em média 28% das empresas, sendo que 23% delas não têm um acionista com mais de 5%. Para o Brasil, os números são respectivamente 85% e zero.

A análise da estrutura indireta mostra uma diminuição de concentração do capital votante nas empresas com um só acionista majoritário de 74% para 51%, mas quando considerados os cinco maiores acionistas, esse quadro se inverte e é observado um aumento de concentração. Para verificar se esse resultado indica a utilização de estrutura de pirâmide ou de subsidiárias de capital aberto para manter o controle diminuindo a quantidade investida na empresa, realizou-se a análise que segue. De todas as empresas que possuíam na forma direta um só controlador, 40,9% perdem o controle quando considerada a estrutura indireta. Também 40,9% mantêm o controle na forma indireta, sendo que somente 53% delas ou 22,7% do total que tinha controle na forma direta tiveram sua participação reduzida na forma indireta, o que nos leva a concluir que a utilização de pirâmide não parece ser muito utilizada para separar controle e propriedade. Como explicação para isso poderia ser citada a grande utilização de ações sem direito de voto ou a utilização dessas estruturas para manter o controle nas mãos de uma família. Se a análise indireta mostra menos concentração quando olhamos para aquelas com um só controlador, também podemos dizer que a competição pelo controle se dá dentro do grupo controlador.

Valadares também aborda a questão da separação de propriedade e controle, que gera incentivos para a expropriação dos acionistas minoritários, mostrando que no Brasil, das empresas com um acionista majoritário, que possui em média 74% do capital votante, este possui apenas 22% do capital não votante. Por último, em relação aos acionistas, a análise dos dados diretos mostra que a maior participação é de outras empresas, seguidos por indivíduos e estrangeiros, com 53%, 15% e 8% do capital votante respectivamente. Sob a ótica indireta, observa-se aumento na participação de indivíduos e de estrangeiros.

#### 2.4) CONTRATOS PRIVADOS

Em países onde o sistema legal de proteção dos minoritários é fraco, bem como a qualidade e aplicabilidade do conjunto de leis existentes, fazendo com que os benefícios privados de controle sejam elevados, que a estrutura de propriedade seja concentrada, que exista separação de controle e propriedade e grande espaço para expropriação dos minoritários, evidências empíricas e teóricas mostram que os mercados de capitais são menores e menos desenvolvidos e que existe menos financiamento externo para as empresas, o que diminui a eficiência do sistema e faz com que bons projetos não sejam levados adiante. Uma alternativa que se abre para as empresas que necessitam de financiamento e que querem alinhar incentivos com os minoritários é a adoção de contratos privados que garantam melhores padrões de *governança corporativa*.

Srouf (2002) analisa a eficácia de contratos privados como mecanismos para um maior comprometimento da empresa em relação aos seus acionistas minoritários e com práticas mais rígidas de governança corporativa, concluindo que caso as empresas ou o próprio mercado de capitais não vejam avanços significativos na lei de forma a satisfazer suas necessidades de governança corporativa, a assinatura de contratos privados pode ser eficaz para este processo. Tal processo seria representativo da idéia de “convergência funcional” exposta por Coffee (1999), que se baseia na mudança de regras dentro dos próprios mercados.

Srouf realizou dois tipos de testes. O primeiro testando a probabilidade da empresa fazer parte de um grupo que dilui menos os acionistas minoritários em função de variáveis que refletem as ações tomadas pela empresa em relação a práticas de governança

corporativa, sendo sua principal *proxy* a listagem de ADR nível II. O principal resultado encontrado é que contratos privados que sejam capazes de impor regras rígidas e críveis de governança corporativa são importantes na conduta da empresa. O lançamento de ADR nível II afetou positivamente a probabilidade da empresa pertencer a um grupo que dilui menos os acionistas minoritários. O segundo tipo de teste, seguindo a metodologia de Johnson et al (2000), testando o impacto da adoção de práticas mais rígidas de governança corporativa na performance das empresas em momentos de choques inesperados de retorno, encontrou evidências robustas que a adoção de tais práticas reduz, nestes casos, a volatilidade do retorno.

Além da importância de contratos privados, os dados também dão respaldo ao aspecto legal, dado que se encontrou mais significância da variável de discrepância entre o poder de voto e propriedade, representativo do desalinhamento de incentivos entre controlador e minoritário, no período de 1997 até 1999, onde a legislação societária brasileira encontrava-se ainda mais fragilizada.

### 3) MODELO

#### 3.1) A DECISÃO DO CONTROLADOR

A revisão da literatura mostra pontos interessantes, e que são aplicáveis ao Brasil, no que se refere aos benefícios privados de controle. Como consequências de tal característica os estudos mostram que se pode esperar mercados de capitais menos desenvolvidos, menor participação de investimento externo na formação do capital das empresas e uma estrutura de propriedade bastante concentrada. Os resultados também apontam que a organização legal dos países, tal como origem dos sistemas legais, qualidade e aplicabilidade da legislação, explicam em grande parte as diferenças encontradas entre os países.

Analisando os resultados de estudos que estimam a magnitude de tais benefícios entre diversos países, observa-se que o Brasil possui um dos maiores benefícios privados de controle. Portanto, parece ser interessante analisar de que forma os incentivos que estão presentes em alguns pontos da legislação brasileira que rege as sociedades anônimas contribuem para a existência dos grandes benefícios privados de controle estimados

para o país. Para que esta análise seja melhor fundamentada, este estudo elabora um modelo simples que é capaz de capturar qual é a decisão ótima de um administrador que exerce controle sobre a empresa no que diz respeito a desviar ou não recursos da empresa e de expropriar ou não os investidores minoritários, dados aos custos incorridos para realizar tais desvios. A idéia do modelo é similar aos modelos propostos por Johnson et al. (2000), Lombardo e Lombardo e Pagano (2002), Shleifer e Wolfenzon (2003) e Durnev e Kim (2003), onde os acionistas controladores desviam recursos da empresa para benefício próprio e o desvio é custoso. Entretanto, a abordagem feita neste estudo se difere das anteriores na medida em que introduz dois tipos diferentes de desvios. O primeiro, tratado nos modelos anteriores, representa o desvio de recursos ou idéias da empresa para o acionista controlador, enquanto que o segundo representa a capacidade do acionista controlador de desviar recursos dos outros acionistas, sendo que os diferentes tipos de desvios têm custos distintos.

Tal modelagem se baseia na intuição que os dois tipos de desvios têm características e custos diferentes e são combatidos com instrumentos distintos na legislação. O desvio de recursos e idéias da empresa está mais ligado ao conceito de problemas de agência típicos entre administradores e acionistas e engloba exemplos como o consumo de “perquisites” por parte dos administradores e o desvio de idéias e projetos da empresa pelos administradores. Já o desvio de recursos dos acionistas minoritários está ligado à idéia de que o controlador pode, principalmente fazendo uso de mecanismos que distanciam direitos de fluxo de caixa e direitos de controle e brechas legais na legislação societária, se apropriar de parte do fluxo de caixa que seria naturalmente distribuído aos acionistas minoritários. Fazem parte dessa categoria exemplos de venda de empresas com preços diferentes entre controladores e minoritários e aquisições de outras empresas controladas pelos administradores por preços acima do “justo”.

O modelo apresentado considera a existência de um conjunto de projetos a serem realizados em um só período de tempo, que os lucros advindos dos projetos incorridos pela empresa serão distribuídos aos acionistas no final do período ou que a empresa será vendida, liquidada ou incorrerá em alguma operação societária. Os investidores e os controladores são neutros ao risco e a taxa de juros e a taxa de desconto são iguais a zero. Neste modelo o acionista controlador consegue desviar recursos mesmo depois que os investimentos são feitos.

Define-se a notação da seguinte forma:

$\alpha$  = proporção de ações do controlador com direitos de fluxo de caixa

$d$  = proporção desviada pelo controlador do valor máximo da empresa

$\beta$  = proporção desviada pelo controlador do valor devido aos acionistas minoritários

$C_1$  = custo total de se desviar recursos do valor máximo da empresa

$C_2$  = custo total de se desviar recursos do valor devido aos acionistas minoritários

$\Pi$  = valor máximo da empresa

O modelo considera a decisão de um acionista controlador que possui uma proporção  $\alpha$  das ações com direitos de fluxo de caixa e toma a decisão de desviar uma proporção  $d$  do valor máximo da empresa e uma proporção  $\beta$  do valor devido aos acionistas minoritários dados os respectivos custos  $C_1$  e  $C_2$ . O conjunto de relações dadas por  $(1 - d)$  e  $(1 - \beta)$  representa a qualidade de governança corporativa da empresa.

Desta forma a decisão do controlador envolve o *trade off* entre receitas  $[DIVIDENDO + DESVIO_1 + DESVIO_2]$  e custos  $[f(DESVIO_1) + f(DESVIO_2)]$ .

O lado das receitas  $[DIVIDENDO + DESVIO_1 + DESVIO_2]$  é definido como:

- $DIVIDENDO = \alpha(1-d)\Pi$ , representando a parte do fluxo de caixa da empresa devida ao controlador.
- $DESVIO_1 = d\Pi$ , representando a quantidade desviada da empresa pelo controlador.
- $DESVIO_2 = \beta(1-\alpha)(1-d)\Pi$ , representando a quantidade desviada dos acionistas minoritários pelo controlador.

O lado dos custos  $[f(DESUDIO_1) + f(DESUDIO_2)]$  é definido como:

- $C_1 = f(DESUDIO_1) = \frac{c_1(d\Pi)^2}{2}$ , onde  $C_1$  é função da constante  $c_1$  (que representa os custos diretos de desviar recursos da empresa) e do montante desviado da empresa na forma quadrática.

- $C_2 = f(DESUDIO_2) = \frac{c_2[\beta(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}{2}$ , onde  $C_2$  é função da constante  $c_2$  (que representa os custos diretos de se desviar recursos dos acionistas minoritários) e do montante desviado dos acionistas minoritários na forma quadrática.

A forma quadrática para o montante desviado tem a intuição de que é mais custoso desviar recursos de uma empresa grande e lucrativa (que desperta mais atenção dos acionistas e entidades reguladoras) e mais custoso desviar uma proporção grande do valor da empresa.

O lucro privado do controlador pode ser escrito como:

$$\bullet L = DIVIDENDO + DESUDIO_1 + DESUDIO_2 - f(DESUDIO_1) - f(DESUDIO_2) \quad (1)$$

ou

$$\bullet L = \alpha(1-d)\Pi + d\Pi + \beta(1-\alpha)(1-d)\Pi - \frac{c_1(d\Pi)^2}{2} - \frac{c_2[\beta(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}{2} \quad (2)$$

Desta forma, podemos dizer que os benefícios privados de controle são dados por  $DESUDIO_1 + DESUDIO_2 = d\Pi + \beta(1-\alpha)(1-d)\Pi$ , representando os recursos da empresa ou dos minoritários que são desviados em benefício do acionista controlador.

Dada proporção  $0 < \alpha < 1$  de ações com direitos de fluxo de caixa da empresa em seu poder e custos  $c_1 > 0$  e  $c_2 > 0$ , a decisão ótima do controlador consiste em escolher  $d$  e  $\beta$  que maximizem seu lucro.

Maximizando a equação de lucro do acionista controlador chegamos às seguintes relações para  $d$  e  $\beta$  ( os passos algébricos estão descritos no APÊNDICE A ):

$$\frac{\partial L}{\partial d} = 0 \Rightarrow d^* = \begin{cases} \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi} & \text{se } c_1 > \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \\ 1 & \text{se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \end{cases}$$

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = 0 \Rightarrow \beta^* = \begin{cases} \text{indeterminado} & \text{se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi} \\ \frac{1}{c_2(1-\alpha)\left[1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi}\right]\Pi} & \text{se } c_1 \geq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1} \\ 1 & \text{se } \frac{(1-\alpha)}{\Pi} < c_1 \leq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1} \end{cases}$$

### 3.1.1) RELAÇÕES BÁSICAS

Supondo solução interna para as equações obtidas acima, podemos derivar as seguintes relações:

- RELAÇÃO 1:

$$\frac{\partial d}{\partial \alpha} = -\frac{1}{c_1\Pi} < 0$$

A proporção do valor máximo da empresa desviado pelo controlador é menor na medida em que a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa por parte do acionista controlador aumenta, alinhando os incentivos dos administradores e investidores.

• RELAÇÃO 2:

$$\frac{\partial d}{\partial c_1} = -\frac{(1-\alpha)}{c_1^2 \Pi} < 0$$

A proporção do valor máximo da empresa desviado pelo controlador é menor na medida em que o custo incorrido pelos controladores para desviar recursos da empresa aumenta. Ou seja, a melhora na qualidade e aplicabilidade da legislação aumenta os níveis de governança corporativa praticados pela empresa.

• RELAÇÃO 3:

$$\frac{\partial d}{\partial c_2} = 0$$

A proporção do valor máximo da empresa desviado pelo controlador não depende do custo incorrido pelo controlador para desviar recursos dos acionistas minoritários.

• RELAÇÃO 4:

$$\frac{\partial d}{\partial \Pi} = -\frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi^2} < 0$$

A proporção do valor máximo da empresa desviado pelo controlador é menor na medida em que a empresa possui maiores possibilidades de crescimento. A intuição para esta relação está no fato de ser mais custoso desviar uma mesma proporção de recursos de uma empresa com grandes possibilidades de crescimento e maior atenção por parte dos investidores e reguladores.

• RELAÇÃO 5:

$$\frac{\partial \beta}{\partial c_2} = - \frac{1}{c_2^2 (1 - \alpha) \left[ 1 - \frac{(1 - \alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi} < 0$$

A proporção do valor da empresa devido aos acionistas minoritários que é desviada pelo acionista controlador é menor na medida em que o custo encontrado pelo controlador para tal prática é maior. Melhoras na qualidade e aplicabilidade na legislação aumentam o nível de governança corporativa praticado pela empresa.

• RELAÇÃO 6:

$$\frac{\partial \beta}{\partial c_1} = - \frac{(1 - \alpha)}{c_1^2 c_2 (1 - \alpha) \left[ 1 - \frac{(1 - \alpha)}{c_1 \Pi} \right]^2 \Pi^2} < 0$$

A proporção do valor da empresa devido aos acionistas minoritários que é desviada pelo acionista controlador é menor na medida em que o custo encontrado pelo controlador para desviar recursos da empresa é maior. A intuição para essa relação está no fato de que o aumento dos custos para desviar recursos da empresa faz com que menos recursos sejam desviados, aumentando o valor devido aos acionistas minoritários e consequentemente os custos de se desviar este montante.

• RELAÇÃO 7:

$$\frac{\partial \beta}{\partial \Pi} = - \frac{c_2 (1 - \alpha)}{\left\{ c_2 (1 - \alpha) \left[ 1 - \frac{(1 - \alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi \right\}^2} < 0$$

A proporção do valor da empresa devido aos acionistas minoritários que é desviada pelo acionista controlador é menor na medida em que a empresa apresenta maiores oportunidades de crescimento, o que implica em um montante maior devido aos

acionistas minoritários e um custo mais elevado para o controlador desviar uma mesma proporção destes recursos. Também é mais custoso desviar uma mesma proporção de recursos dos minoritários de uma empresa com maior atenção por parte dos investidores e reguladores.

• RELAÇÃO 8:

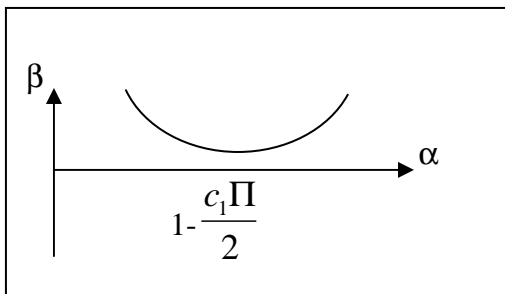
$$\frac{\partial \beta}{\partial \alpha} = -c_2 \frac{\left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right]}{\left\{ c_2(1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi \right\}^2} > 0 \text{ quando } \left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right] < 0 \Rightarrow 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} < \alpha$$

$$< 0 \text{ quando } \left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right] > 0 \Rightarrow 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} > \alpha$$

$$= 0 \text{ quando } c_1 \leq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1}$$

A proporção do valor da empresa devido aos acionistas minoritários que é desviada pelo acionista controlador pode aumentar ou diminuir na medida em que a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa em poder do controlador aumenta. Se por um lado diminui a proporção do valor da empresa pós-desvio que é devida aos minoritários, esse aumento atua no sentido de alinhar incentivos entre os administradores e minoritários, melhorando o nível de governança corporativa e aumentando o montante devido aos minoritários.

Figura 1



A figura 1 mostra que quando  $\alpha$  é pequeno o ganho marginal de alinhamento de incentivos conseguido com um aumento de  $\alpha$  e conseqüente queda nos recursos da empresa desviados pelo controlador é grande relativamente à perda de fluxo de caixa dos minoritários, fazendo com que o montante devido aos acionistas minoritários aumente e o custo de se desviar recursos dos acionistas minoritários cresça. Já quando  $\alpha$

é grande, o ganho marginal de alinhamento é pequeno e os custos de se desviar recursos dos minoritários caem na medida em que  $\alpha$  aumenta.

### 3.1.2) FINANCIAMENTO EXTERNO

Uma relação importante que pode ser analisada com o modelo é até que ponto os investidores externos à empresa estão dispostos a financiar seus projetos, ou qual o valor máximo da empresa para os acionistas minoritários. O máximo que um investidor minoritário está disposto a investir nesta empresa, dado que sabe como se comporta o acionista controlador, pode ser representado por:

$$F = (1 - \beta)(1 - \alpha)(1 - d)\Pi \quad (3)$$

ou

$$F = (1 - \alpha)\Pi - \frac{(1 - \alpha)^2}{c_1} - \frac{1}{c_2} \quad (4)$$

Dada a relação acima, pode-se estabelecer as seguintes relações:

• RELAÇÃO 9:

$$\frac{\partial F}{\partial \Pi} = (1 - \alpha) > 0$$

O montante de financiamento externo à empresa aumenta na medida em que as suas possibilidades de crescimento são maiores.

• RELAÇÃO 10:

$$\frac{\partial F}{\partial c_1} = \frac{(1-\alpha)^2}{c_1^2} > 0$$

O montante de financiamento externo à empresa aumenta na medida em que o custo de se desviar recursos da empresa por parte do controlador é mais alto, implicando numa proporção menor do valor ótimo da empresa desviado. Uma legislação com mais qualidade, leis aplicáveis e críveis melhora o nível de governança corporativa da empresa e aumenta o nível de financiamento externo no mercado.

• RELAÇÃO 11:

$$\frac{\partial F}{\partial c_2} = \frac{1}{c_1^2} > 0$$

O montante de financiamento externo à empresa aumenta na medida em que o custo de se desviar recursos dos minoritários por parte do controlador aumenta, implicando numa maior proteção aos acionistas minoritários e conseqüentemente em maior disposição para financiar as empresas. Leis mais rígidas e críveis que garantam os direitos dos acionistas minoritários aumentam o nível de financiamento externo no mercado.

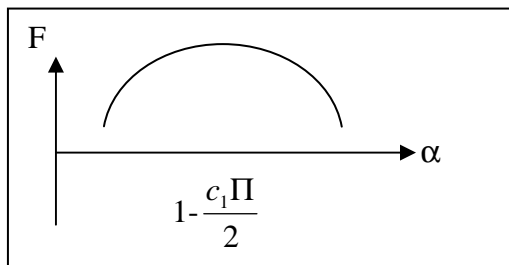
• RELAÇÃO 12:

$$\begin{aligned} &> 0 \text{ quando } \left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right] > 0 \Rightarrow 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} > \alpha \\ \frac{\partial F}{\partial \alpha} = \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi &< 0 \text{ quando } \left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right] < 0 \Rightarrow 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} < \alpha \\ &= 0 \text{ quando } \left[ \frac{2(1-\alpha)}{c_1} - \Pi \right] = 0 \Rightarrow 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} = \alpha \end{aligned}$$

O montante de financiamento externo à empresa pode aumentar ou diminuir na medida em que a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa em poder do acionista controlador aumenta. Se por um lado alinha os incentivos entre administradores e

investidores, por outro diminui o montante devido aos minoritários e acaba por diminuir os custos de desvio por parte do controlador em relação aos minoritários.

Figura 2



A Figura 2 mostra que quando  $\alpha$  é pequeno o ganho marginal de alinhamento de incentivos conseguido com um aumento de  $\alpha$  e consequente queda nos recursos da empresa desviados pelo controlador é grande relativamente à perda de fluxo de caixa dos minoritários, fazendo com que o valor da empresa para os minoritários aumente. Já quando  $\alpha$  é grande, o ganho marginal de alinhamento é pequeno e os custos de se desviar recursos dos minoritários caem na medida em que  $\alpha$  aumenta.

Estudo realizado por Morck, Shleifer e Vishny (1988) para uma amostra *cross-section* de 500 empresas integrantes do *Fortune 500* em 1980 corrobora essa idéia. Os autores mostram que o valor da empresa inicialmente aumenta com o aumento de propriedade da empresa por parte do *board* e depois passa a diminuir, ressaltando que esse comportamento reflete o *trade off* entre lucros e benefícios privados por parte dos administradores da empresa.

### 3.1.3) ESTRUTURA DE PROPRIEDADE ÓTIMA PARA O CONTROLADOR

Outra relação interessante que pode ser analisada através do modelo é a estrutura ótima de propriedade por parte do controlador em relação aos direitos de fluxo de caixa. Dado que já conhecemos as funções de resposta ótimas de  $d$  e  $\beta$  pelo controlador, podemos identificar a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa  $\alpha$  que maximiza o lucro privado do acionista controlador da seguinte maneira:

A equação de lucro privado em função de  $d$  e  $\beta$  pode ser escrita como:

$$L = \alpha \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi + \frac{(1-\alpha) \Pi}{c_1 \Pi} + \frac{(1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi}{c_2 (1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi} - \frac{c_1 \left[ \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \Pi \right]^2}{2} - \frac{c_2 \left[ \frac{(1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi}{c_2 (1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1 \Pi} \right] \Pi} \right]^2}{2} \quad (5)$$

ou, simplificando,

$$L = \alpha \Pi + \frac{(1-\alpha)^2}{2c_1} + \frac{1}{2c_2} \quad (6)$$

Maximizando a equação para  $\alpha$  temos:

$$\frac{\partial L}{\partial \alpha} = 0 \Rightarrow \Pi - \frac{(1-\alpha)}{c_1} = 0 \Rightarrow \alpha^* = 1 - c_1 \Pi$$

É interessante notar que  $\alpha^F = 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} > \alpha^* = 1 - c_1 \Pi$ , ou seja, se o controlador pudesse escolher a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa que maximizaria seu lucro privado, essa seria menor do que aquela que maximizaria o valor da empresa para os acionistas minoritários. Os controladores preferem ter menor proporção de ações com direitos de fluxo de caixa e desviar mais recursos, enquanto os minoritários gostariam que os controladores detivessem maior proporção de ações com direitos de fluxo de caixa de forma a alinhar melhor os incentivos.

O resultado acima ainda nos permite obter as seguintes relações:

• RELAÇÃO 13:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial c_1} = -\Pi < 0$$

A proporção de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores é menor a medida que o custo de se desviar recursos da empresa é maior. Os maiores custos,

representando melhor qualidade de governança corporativa, fazem com que os custos de monitoramento sejam menores, assim como os problemas de agência inerentes entre administradores e investidores, implicando numa menor proporção de ações com direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador. Pode-se argumentar também que a diminuição nos benefícios privados de controle faz com que seja esperado um prêmio menor no evento de venda do controle da empresa e conseqüentemente reduz a proporção ótima de ações com direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador.

• RELAÇÃO 14:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial c_2} = 0$$

A proporção de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores não depende dos custos de se desviar recursos dos acionistas minoritários.

• RELAÇÃO 15:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \Pi} = -c_1 < 0$$

A proporção de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores é menor a medida que as oportunidades de investimento para a empresa são maiores. A intuição para essa relação está no fato de que as maiores oportunidades de investimento aumentam os custos de desvio por parte do controlador. Os maiores custos, representando melhor qualidade de governança corporativa, fazem com que os custos de monitoramento sejam menores, assim como os problemas de agência inerentes entre administradores e investidores, implicando numa menor proporção de ações com direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador.

#### 4) ESTUDO DA LEI DAS S.A.

Os resultados apresentados pelo modelo no que se refere aos custos de desvio por parte do controlador têm importantes implicações para o Brasil. O modelo mostra que quanto

maiores  $c_1$  e  $c_2$  melhor vai ser o nível de governança corporativa praticado pelas empresas, maior vai ser a disposição dos investidores externos ao capital da empresa de financiar seus projetos e menor vai ser a concentração das ações com direitos de fluxo de caixa nas mãos dos acionistas controladores.

Grande parte dos custos relativos a  $c_1$  e  $c_2$  podem ser explicados pela qualidade, origem e aplicabilidade da legislação societária e civil. Por isso, o estudo de alguns pontos da Lei das S.A. se torna interessante na medida em que nos permite entender, com base no modelo proposto, os incentivos para o desenvolvimento do mercado de capitais que a legislação está gerando no mercado brasileiro e ilustrar resultados empíricos já encontrados em estudos anteriores.

Antes, entretanto, deve-se notar que os custos relativos a  $c_1$ , ou seja, aqueles onde o controlador desvia recursos da empresa para benefício próprio, estão mais relacionados com o sistema legal brasileiro do que com a legislação societária. É importante notar também que, ao contrário das grandes corporações americanas, com estrutura de propriedade difusa, onde os direitos residuais de controle estão nas mãos dos seus administradores, gerando conflitos de interesses com os acionistas e criando demanda para instrumentos e teorias que minimizem a perda de eficiência nesse ambiente, no Brasil a estrutura de controle é mais semelhante à de empresas da Europa, com alta concentração de capital. Quando a lei não protege os investidores, estes devem ser grandes o suficiente para exigirem dos administradores o retorno dos seus investimentos. A maior concentração de propriedade aumenta os benefícios de monitoramento para os acionistas, diminuindo o problema de *free-rider* no monitoramento dos administradores. Entretanto, quando o acionista pode influenciar o controle da empresa surge novo problema de agência, desta vez entre acionistas controladores e minoritários. No Brasil, além de se observar alta concentração de capital, também existe ampla utilização de ações sem direito de voto, visando separação de propriedade e controle. Tais características realçam o fato de que o maior problema de agência encontrado no Brasil é entre majoritários e minoritários e que esse deve ser o foco.

Desta forma, a análise dos pontos da Lei das S.A. será feita buscando identificar que características dessa legislação afetam os custos relativos a  $c_2$ , ou seja, os custos incorridos pelo controlador para desviar recursos dos acionistas minoritários. Como características da legislação serão realçados os pontos que contribuem para a qualidade e aplicabilidade da legislação e a análise será focada nos incentivos que essas características geram do ponto de vista econômico.

A tabela abaixo resume as relações que devem nortear a análise:

|   |   |
|---|---|
| $\frac{\partial \beta}{\partial c_2} = -\frac{1}{c_2^2(1-\alpha)\left[1-\frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi}\right]}\Pi < 0$ | <p>A proporção de recursos desviados do montante devido aos acionistas minoritários diminuem na medida em que os custos de se desviar recursos dos minoritários aumentam.</p> |
| $\frac{\partial d}{\partial c_2} = 0$   | <p>A proporção de recursos da empresa desviada pelos controladores não depende dos custos de se desviar recursos dos minoritários</p>   |
| $\frac{\partial F}{\partial c_2} = \frac{1}{c_1^2} > 0$   | <p>O nível de financiamento externo nas empresas aumenta na medida em que os custos de se desviar recursos dos minoritários aumentam.</p>                                     |
| $\frac{\partial \alpha}{\partial c_2} = 0$  | <p>A proporção de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores não depende dos custos de se desviar recursos dos minoritários</p>                          |

|   |  |
|---|--|
| $\frac{\partial C_2}{\partial \alpha} < 0$                  | <p>O custo de se desviar recursos dos minoritários diminui na medida em que o controlador possui uma proporção maior de ações com direitos de fluxo de caixa.</p>  |
| $\alpha^F = 1 - \frac{c_1 \Pi}{2} > \alpha^* = 1 - c_1 \Pi$ | <p>Se o controlador pudesse escolher a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa que maximizaria seu lucro privado, essa seria menor do que aquela que maximizaria o valor da empresa para os acionistas minoritários.</p> |

Em resumo, devemos ter em mente que a proporção do valor que seria devido aos acionistas minoritários desviada pelo acionista controlador é negativamente correlacionada com o custo que o controlador enfrenta para desviar esses recursos, que a proporção do valor máximo da empresa desviada pelo controlador independe dos custos de se desviar recursos dos minoritários, que o nível de financiamento externo das empresas é positivamente correlacionado com os custos de se desviar recursos dos minoritários, que a proporção ótima de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores não depende dos custos de se desviar recursos dos minoritários, mas que esses são negativamente correlacionados com a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa detida pelos controladores e que se o controlador pudesse escolher a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa que maximizaria seu lucro privado, essa seria menor do que aquela que maximizaria o valor da empresa para os acionistas minoritários.

#### 4.1) BREVE INTRODUÇÃO À LEI DAS S.A.

No Brasil, o conjunto de leis que rege as sociedades anônimas é denominado Lei das S.A..

O primeiro texto legal regendo os direitos dos acionistas e as normas de conduta em relação às sociedades, foi editado pelo Decreto-Lei 2.627 de 1940 e teve como inspiração a legislação alemã, cujo princípio básico era a EMPRESA EM SI MESMA, onde os controladores e seus administradores tratavam a empresa sob sua responsabilidade, para o bem dela e de seus empregados, tendo no interesse do Povo e do Estado seus enfoques básicos. Neste contexto, a empresa prestava pouca atenção ao acionista minoritário.

Um grande avanço na regulamentação das relações societárias só ocorreu em 1976, quando foi editada a Lei número 6.404, de 1967, que além de regular as sociedades anônimas, disciplinou também aspectos importantes do mercado de valores mobiliários, com a criação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, órgão responsável por fiscalizar, regular e promover o desenvolvimento do setor.

Tal lei é até hoje a base da lei das S.A. , tendo sofrido nesse período poucas mudanças. O que chamamos hoje de Nova Lei das S.A. , ou reforma da Lei das S.A. , é resultado da consolidação no PL número 3.115/97, de uma série de projetos de lei iniciados em 1997, que após longa tramitação e apresentação de diversas emendas, foi aprovado na Câmara dos Deputados em 29 de março de 2001, no senado em 29 de setembro de 2001 e sancionado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso com o complemento da MP número 8 e do Decreto número 3.995, datados de 31 de outubro de 2001.

Dos 300 artigos originais da Lei número 6.404, 45 foram alterados, acrescidos ou substituídos pelo Congresso Nacional, através da Lei número 10.303 de 31.10.2001. Percebe-se em sua leitura as prioridades, estando em primeiro plano a própria EMPRESA, a manutenção do mercado de trabalho e o respeito e defesa dos menos protegidos na relação societária.

Na análise que segue as referências feitas à legislação têm base na Lei número 6.404 de 15.12.1976 e nas alterações feitas pela Lei número 10.303 de 31.10.2001.

#### 4.2) ACIONISTA CONTROLADOR E DIREITOS ESSENCIAIS DOS ACIONISTAS

A figura do acionista controlador desempenha papel importante no estudo desenvolvido nesse trabalho na medida em que centraliza a decisão de desvio de recursos da empresa e dos minoritários, afetando diretamente o desenvolvimento do mercado de capitais, o nível de financiamento externo nas empresas e a estrutura de propriedade. Tendo isso em mente é interessante analisar como a legislação societária brasileira o define e o orienta, estabelecendo seus limites de atuação através dos seus deveres e suas responsabilidades.

O artigo 116<sup>1</sup> define o acionista controlador como aquele que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e que usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. É interessante realçar que esta definição de acionista controlador não exige que este tenha mais da metade dos votos nas deliberações feitas pela assembleia-geral, mas que tenha apenas poder permanente de eleger a maioria dos administradores da empresa e que efetivamente utilize esse poder. Entretanto, a revisão da literatura feita na introdução deste trabalho mostrou que o Brasil possui uma estrutura de propriedade muito concentrada, onde a maior parte das empresas são controladas com mais da metade das ações com direito de voto. Esse fato faz com que os controladores das empresas brasileiras tenham não só poder para eleger a maioria dos administradores da empresa como tenham poder para aprovar qualquer deliberação feita na assembleia-geral que demande maioria dos votos, reduzindo significativamente os custos para se aprovar matérias que implicitamente tenham o objetivo de desviar recursos dos acionistas minoritários. Nesse contexto, a assembleia-geral acaba sendo o meio pelo qual os controladores simplesmente ratificam e legalizam suas decisões para a empresa.

---

<sup>1</sup> Os artigos citados no texto que têm base na Lei número 6.404 de 15.12.1976 e nas alterações feitas pela Lei número 10.303 de 31.10.2001, assim como as citações com base nas instruções da CVM, estão transcritos no APÊNDICE B.

Também é muito importante notar o incentivo gerado por parágrafo único do mesmo artigo que define o objetivo do controlador como sendo o de usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir sua função social, tendo deveres e responsabilidades com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e com a comunidade em que atua, devendo lealmente respeitar e atender seus direitos e interesses. Essa definição não necessariamente está alinhada com o interesse único do acionista minoritário que está financiando a empresa que é o de maximizar o valor do seu investimento. A definição de que o controlador deve agir em interesse da companhia abre espaço para que o controlador, amparado pela lei, possa tomar atitudes em seu interesse, contrários aos interesses dos acionistas minoritários, com base em princípios amplos e subjetivos que não necessariamente maximizam o valor da empresa, reduzindo ainda mais seu custo de desviar recursos dos acionistas minoritários.

A definição de que o controlador deve agir em interesse da companhia, de seu objetivo e função social, além de não alinhar os interesses dos controladores com os interesses dos acionistas minoritários, acaba também por minar a aplicabilidade de outros pontos da lei que atuam no sentido de evitar a prática de abuso de poder de controle por parte dos controladores. O artigo 117 define modalidades de abuso de poder pelas quais os controladores respondem, o que gera o incentivo correto na direção de aumentar os custos do controlador de desviar recursos dos minoritários. Entretanto, a presença em seu escopo das mesmas questões subjetivas e dos conflitos de interesses que permeiam o artigo 116, fazem com que sua aplicabilidade seja mais fraca do que o ótimo do ponto de vista dos minoritários, contrabalançando os incentivos corretos que poderiam ser gerados por esse artigo. Como exemplos dos conflitos que permeiam as definições de abuso de poder constam os conceitos de orientar a empresa contra seu objetivo social e ao interesse nacional ou adotar políticas ou decisões que não tenham o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários. Ora, do ponto de vista de proteção dos interesses daqueles que financiam a empresa, abuso de poder por parte dos controladores defini-se pela adoção de políticas ou decisões que não tenham o objetivo de maximizar o valor gerado para seus acionistas. Vale lembrar que a seção II deste trabalho mostra que a aplicabilidade da lei tem mais poder para reduzir os benefícios privados de controle do que a própria medida de qualidade da legislação.

A Comissão de Valores Mobiliários também tem poder para punir atos de abuso de poder por parte dos controladores. Os pontos levantados pela CVM através da instrução número 323 são mais diretos e fortes do que aqueles explícitos no artigo 117 da Lei das S.A. e agem corretamente no sentido de aumentar os custos de se desviar recursos dos acionistas minoritários. De maneira geral, esta instrução define como prática de abuso de poder condutas que tenham interesse exclusivo do controlador, como as que utilizam bens ou atividades empresariais da empresa em seu interesse ou que utilizam financiamento da empresa para companhias coligadas ou por ele controladas em condições fora de mercado ou incompatível com a rentabilidade média da empresa. Entretanto vale ressaltar dois pontos: o primeiro novamente remete ao fato de que no Brasil os controladores têm maioria absoluta dos votos nas deliberações da assembleia-geral, o que faz com que seja mais fácil aprovar matérias de seu interesse. O segundo ponto reside no fato de que a definição de equitativo e justo nas operações que envolvam a empresa e o controlador, como as exemplificadas acima, não são facilmente identificáveis, fazendo com que ainda assim exista espaço para os desvios por parte do controlador. Fica mais uma vez a legislação gerando incentivos corretos que são de certa forma contrabalançados pela aplicabilidade da lei.

Outro ponto que tem papel importante no escopo desse trabalho diz respeito aos direitos que a lei confere aos acionistas das empresas. O artigo 109 define esses direitos e traz questões importantes para a análise. Nesse artigo, se estabelece que as ações de uma mesma classe devem atribuir direitos iguais para seus acionistas, fator muito importante para a qualidade da lei e que se não fosse estabelecido aumentaria em muito as possibilidades de expropriação. Entretanto, existem direitos distintos entre classes diferentes, o que também gera problemas que serão tratados mais adiante. No mesmo artigo também é garantido aos acionistas que seus direitos essenciais não serão elididos por mudanças no estatuto da empresa e que o estatuto pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia ou entre os controladores e minoritários poderão ser resolvidas mediante arbitragem, instrumento que embora ainda não tenha sido utilizado na prática pelas empresas, representaria um grande avanço no que se refere à aplicabilidade da lei se fosse realmente uma medida efetiva, pois evitaria um dos grandes custos que fazem com que a aplicabilidade da legislação no Brasil seja baixa, que é a morosidade processual no sistema judiciário e os elevados custos do processo.

O artigo 109 também trata do direito do acionista se retirar da sociedade, questão importante e que tem seu escopo definido pelos artigos 136 e 137 e seu valor definido no artigo 45. O principal ponto que vale destaque é o direito de retirada concedido pelos artigos 136 e 137 aos acionistas em caso de fusão, incorporação ou participação em sociedades. A legislação parte do ponto de que se a ação tem liquidez e dispersão, o acionista dissidente pode vender suas ações no mercado, saindo assim da sociedade. O artigo 137 diz que a liquidez se dá quando a classe ou espécie da ação integra índice representativo e que a dispersão ocorre quando a sociedade controladora possui menos da metade da espécie ou classe de ação. Entretanto, por condições específicas de mercado, existem ações que fazem parte do índice e têm dispersão que negociam abaixo do seu valor econômico e algumas vezes abaixo também de seu valor patrimonial, base do cálculo do valor de reembolso. Se a ação tem liquidez e dispersão e a empresa define no seu estatuto, conforme artigo 45, que dá reembolso pelo valor econômico, condições temporárias de mercado podem fazer com que o acionista só tenha a opção de vender no mercado suas ações por um valor abaixo do que seria justo. Se o reembolso da empresa é estabelecido com base no valor patrimonial e a ação tem liquidez e dispersão, também em muitos casos as condições temporárias de mercado podem fazer com que ele só tenha opção de saída abaixo do valor que seria devido pelo reembolso. Essa definição incentiva o desvio de recursos dos minoritários por parte dos controladores na medida em que faz com que os custos incorridos pelo controlador para realizar operações que expropriem os minoritários sejam significativamente mais baixos.

Ainda no que se refere aos direitos dos acionistas um outro ponto merece destaque. O acionista que tem poder de voto conferido por ações ordinárias tem sérias limitações definidas pela própria lei em relação ao seu voto. O artigo 115 define que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia e considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Este artigo realça o conflito implícito que a legislação cria entre os interesses da companhia e dos acionistas, indo na direção oposta da idéia de que os incentivos dos administradores e dos controladores deveriam estar alinhados com os interesses dos acionistas. A lei pune o acionista que votar contra a vaga definição de “interesse da companhia”, fazendo com que muitas vezes o acionista que financiou a empresa não possa votar por deliberações

que maximizem o valor de seus investimentos na empresa. Tal característica diminui os custos dos controladores de desviar recursos dos minoritários, agindo na direção contrária de incentivar o financiamento externo nas empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais.

#### 4.3) ESPÉCIES E CLASSES DE AÇÕES

A existência de classes diferentes de ações que separam direitos de fluxo de caixa e direito de controle é um ponto importante na questão do tamanho dos benefícios privados de controle. Ainda que não seja condição suficiente para que os controladores tenham custos baixos para desviar recursos dos acionistas minoritários, tal característica gera incentivos importantes nessa direção e faz com que a lei tenha que ser bem estruturada para contrabalançar tais incentivos. Os artigos 15 e 17 definem basicamente que a diferença entre as duas classes de ações diz respeito ao direito de voto, que seria contrabalançado pela preferência de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, receber dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária ou ser incluído na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurando o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. Do ponto de vista do modelo estudado, a existência de duas classes separando direito de controle de direitos de fluxo de caixa permite que o controlador tenha mais liberdade na escolha da proporção de ações de fluxo de caixa que maximiza seu resultado privado dado que ele controla a empresa, sendo interessante lembrar que a separação de controle e fluxo de caixa acentua os conflitos entre os controladores e os investidores minoritários e que o modelo prevê que se o controlador pode escolher a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa que maximiza seu lucro privado, essa é menor do que aquela que maximiza o valor da empresa para os acionistas minoritários. Os controladores preferem ter menor proporção de ações com direitos de fluxo de caixa e desviar mais recursos, enquanto os minoritários gostariam que os controladores detivessem maior proporção de ações com direitos de fluxo de caixa de forma a alinhar melhor os incentivos. Já o fato da lei não conceder *tag along* para as ações preferenciais quando é dada preferência na distribuição de dividendos, característica preponderante entre as empresas de capital aberto no Brasil, permite que o controlador se aproprie de parte do valor máximo da empresa que seria devido aos acionistas minoritários em um evento de alienação de

controle com custo praticamente inexistente, institucionalizando o desvio de recursos dos acionistas minoritários pelos controladores.

#### 4.4) EVENTOS SOCIETÁRIOS

Grande parte dos desvios praticados pelos controladores dos valores devidos aos acionistas minoritários são praticados através de transações societárias que têm regras bem definidas na legislação. Se as regras não forem aplicáveis e tiverem um desenho capaz de evitar de forma efetiva que os minoritários sejam expropriados, passam a ser ferramentas que institucionalizam a expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores.

Um dos eventos societários importantes diz respeito ao fechamento de capital de uma empresa de capital aberto. Neste caso, a legislação consegue estabelecer uma série de critérios que no seu conjunto apresenta qualidade e aplicabilidade capazes de aumentar bastante o custo do controlador desviar recursos dos acionistas minoritários através desse instrumento. O artigo 4 define que o controlador que deseja fechar capital da empresa precisa formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários. A questão da oferta pública é um mecanismo interessante na medida em que transfere para o acionista minoritário a decisão de aceitar ou não a oferta, reduzindo os graus de liberdade que o controlador teria para desviar recursos destes acionistas. Pelo menos 2/3 dos minoritários que participem da oferta devem aceitá-la, o que faz com que o preço definido no laudo de avaliação tenha que ser próximo ao justo, dado que os minoritários têm o poder de aceitar ou não a oferta. Se a oferta for aceita pelos minoritários, a empresa também é obrigada a recomprar nas mesmas condições da oferta as ações daqueles que não a aceitarem, eliminando o risco de falta de liquidez que um minoritário que julga que o valor oferecido não é correto corre ao não aceitar a oferta. É importante ressaltar que o critério de decisão para que a oferta seja ou não aceita, neste caso definida pela CVM como 2/3 dos acionistas

titulares de ações em circulação, é de fundamental importância para a aplicabilidade da regulação, dado que os critérios estabelecidos para apuração do valor são muito subjetivos. O artigo 4 também atua no sentido de contrabalançar o poder que é conferido para os minoritários permitindo que se mais de 95% dos minoritários aceitarem a oferta, o restante possa ser resgatado compulsoriamente nas mesmas condições. Essa medida atua no sentido de não deixar poder de barganha em excesso nas mãos dos minoritários. Finalmente, este artigo da legislação também atua de forma a impedir que o fechamento de capital seja feito de maneira indireta, através de compras sucessivas em mercado por parte do controlador, assegurando sua qualidade.

Se por um lado a maneira como o processo para fechamento de capital faz com que a oferta tenha que ser próxima do valor que seria justo, a legislação não é tão eficiente ao estabelecer os critérios para que o acionista que não concorda com a avaliação feita demande outra avaliação. O artigo 4-A exige que o requerimento sobre a realização de nova avaliação seja apresentado devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão da metodologia adotada no prazo de 15 dias da divulgação do valor da oferta pública. Esse prazo torna praticamente inviável a aplicabilidade desse artigo da legislação, idéia que é reforçada quando se remete ao fato de que o requerimento deve ser feito por no mínimo 10% das ações em circulação no mercado, exigindo um esforço conjunto de minoritários para agregar o percentual de ações que a lei exige. Deve-se ressaltar também que o artigo 4-A define que o custo da nova avaliação recai sobre aqueles que formularam o requerimento caso o resultado seja inferior ao valor da oferta inicial, o que faz com que mesmo que se tenha tempo hábil para formular o requerimento, esse só seja feito quando a diferença no valor ofertado for muito grande, dado o risco considerável de ser arcar com custos elevados de um laudo de avaliação. Se por um lado é importante que a lei estabeleça restrições aos questionamentos dos minoritários, de forma a não conceder poder de barganha excessivo, é essencial que as condições sejam críveis do ponto de vista da aplicabilidade da lei.

Outro ponto importante para a análise da legislação no escopo desse trabalho diz respeito a regulação sobre alienação de controle, feita pelos artigos 254 e 254-A, que definem que em caso de alienação de controle da empresa o adquirente faça oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas

da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Desta forma a redação estabelece o prêmio de controle em 20% de forma arbitrária, atribuindo valor ao controle da companhia e permitindo que parte do valor da empresa que seria devido aos minoritários detentores de ações ordinárias seja desviada para os controladores sem custo nenhum. Ao adotar tal sistema o legislador considera que há valor agregado no controle, que este é de propriedade do acionista controlador e ainda define o preço de controle. Não caberia ao legislador fixar preço relativo de controle da sociedade. Os incentivos são ainda mais perversos do ponto de vista dos custos para expropriação dos minoritários quando se coloca o ponto que os acionistas preferencialistas, em sua maioria, não são protegidos pelo *tag along*, fazendo com que parte do valor da empresa que seria devido a esses acionistas possa ser desviado pelo controlador sem custo algum. Esse ponto eleva os benefícios privados de controle, reduz os custos de expropriação dos minoritários por parte do controlador, institucionaliza a expropriação e atua no sentido contrário de incentivar o crescimento do mercado de capitais e o financiamento externo às empresas.

Nesta seção, que trata de eventos societários, já foram abordados pontos relativos a fechamento de capital e alienação de controle. No que se refere a fechamento de capital, vimos que a legislação apresenta qualidade e aplicabilidade na sua formulação, aumentando os custos de se desviar recursos dos acionistas minoritários. Em relação à alienação de controle vimos que a legislação introduz incentivos perversos e que de certa forma institucionaliza a expropriação dos minoritários. Um último ponto, que segue dos pontos abordados nesta seção de eventos societários, da seção que trata de acionistas controladores e direitos essenciais dos acionistas e também da seção de espécies e classes de ações e que deve ser analisado no escopo deste trabalho, diz respeito ao evento societário da incorporação, regulado pelos artigos 227 e 264.

O artigo 227 define que a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações e aponta para a necessidade do laudo de avaliação para a incorporação ser aprovado por ambas as companhias. Já o artigo 264 define os procedimentos para que as ações da incorporada sejam absorvidas pela incorporadora e remete para a opção que os acionistas dissidentes têm de optar pelo valor de reembolso fixado no artigo 45. O que é interessante observar

nesses artigos é que a operação de incorporação é uma alternativa legal, com custos muito menores no que se refere a expropriação de valor dos minoritários por parte dos controladores, para o fechamento de capital de uma empresa. Suponha que uma empresa queira adquirir o controle de outra empresa e fechar seu capital. O artigo 254-A define que em caso de alienação de controle o adquirente deve realizar oferta pública com *tag along* para os detentores de ações com direito a voto fora do bloco de controle. Conforme disposto no artigo 4, comentando nesta seção, para fechar capital o controlador é obrigado a fazer oferta pública de aquisição de ações e precisa de pelo menos 2/3 de adesão dos minoritários à oferta para prosseguir com o cancelamento do registro. Além do *tag along* de 80% o controlador teria que realizar a oferta pública por um preço próximo ao justo de forma a garantir a adesão dos minoritários, o que praticamente eliminaria possibilidade de desvio de recursos dos minoritários por parte do controlador. Entretanto, o controlador poderia realizar uma operação de incorporação, onde faria oferta de alienação de controle na empresa a ser adquirida e depois aprovaria a incorporação das ações da empresa adquirida na adquirente através de troca de ações baseada em laudos de avaliação para ambas as empresas. Dessa forma ele evita a oferta pública para fechamento de capital e tem seu custo de desviar recursos dos minoritários muito reduzido na medida em que os laudos de avaliação podem ser realizados com critérios muito subjetivos e que a troca de ações no evento da incorporação com base na relação de troca estabelecida pelos laudos de avaliação é compulsória, restando aos minoritários apenas o direito de recesso, caso a ação da empresa não tenha dispersão ou não faça parte de índice representativo.

## 5) CONCLUSÃO

A partir da idéia de que a qualidade da proteção dos minoritários pela lei, bem como sua aplicabilidade e origem das famílias legais explicam grande parte dos benefícios privados de controle entre os países e são determinantes fundamentais do desenvolvimento dos mercados de capitais, este trabalho procurou fundamentar a análise dos incentivos que a Lei das S.A. gera para o desvio de recursos dos acionistas minoritários por parte dos controladores através de um modelo que captura a decisão ótima de um acionista controlador no que diz respeito a desviar ou não recursos da empresa e de expropriar ou não os investidores minoritários, dados custos diferentes para os dois tipos de desvio.

Em resumo, os principais resultados do modelo são que o nível de expropriação é menor quando a lei impõe custos maiores para o controlador desviar recursos dos minoritários, que o nível de financiamento externo das empresas aumenta quando a lei impõe custos maiores para o controlador desviar recursos dos minoritários, que a proporção do valor máximo da empresa desviada pelo controlador independe dos custos de se desviar recursos dos minoritários e que se o controlador pudesse escolher a proporção de ações com direitos de fluxo de caixa que maximizaria seu lucro privado, essa seria menor do que aquela que maximizaria o valor da empresa para os acionistas minoritários. Os controladores preferem ter menor proporção de ações com direitos de fluxo de caixa e desviar mais recursos, enquanto os minoritários gostariam que os controladores detivessem maior proporção de ações com direitos de fluxo de caixa, alinhando melhor os incentivos.

Em relação à análise dos incentivos gerados pela Lei das S.A. brasileira, um dos principais resultados é que a lei não alinha os objetivos dos controladores e dos acionistas minoritários, gerando importante conflito ao definir objetivos para os controladores que não necessariamente são aqueles de maximizar valor para os acionistas da empresa. Tal definição permeia diversos pontos da lei e acaba por fazer com que a aplicabilidade de alguns pontos da legislação seja baixa, reduzindo os custos de expropriação dos minoritários por parte dos controladores. É importante lembrar que estudos anteriores mostraram que a aplicabilidade da lei é mais importante do que a própria qualidade da legislação para explicar a variação dos benefícios privados de controle entre os países. Outra questão importante diz respeito às classes de ações que permitem a separação de controle e fluxo de caixa, realçando os conflitos existentes entre minoritários e controladores. Por último, ressalta-se a existência na legislação de mecanismos que institucionalizam a expropriação dos minoritários, fazendo com que recursos destes acionistas possam ser desviados pelo acionista controlador sem nenhum custo, aumentando de forma significativa os benefícios privados de controle e atuando no sentido de contrário do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Um destes mecanismos é a estruturação do evento societário de alienação de controle, onde o mecanismo de *tag along* só é exigido por lei para ações com direito de voto e mesmo nos casos onde os estatutos das empresas concedem *tag along* também para as ações sem direito a voto, a lei define de forma arbitrária um prêmio de controle de 20%. Tais incentivos colaboram para o entendimento dos altos níveis de benefícios privados de

controle estimados para o Brasil em estudos anteriores e apontam para algumas melhoras na qualidade e aplicabilidade da legislação que gerariam, do ponto de vista econômico, incentivos melhores para o desenvolvimento do mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barclay, M. e Clifford Holderness, 1989, Private Benefits of Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 371-395.
- Bebchuck, L. A. , 1999, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, *NBER Working Paper 7203*.
- Beck, T., Levine, R. e Loayza, N., 2000, Finance and the Sources of Growth, *Journal of Financial Economics* 58.
- Coffee, J., 1999, The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, *Northwestern University Law Review* 93, 631-707.
- Coffee, J., 2000, Privatization and Corporate Governance: The Lessons From Securities Markets Failure, *Working Paper 158, Columbia Law School: New York*.
- Demsetz, H e Lehn, K., 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 77, 93-1155.
- Desai, M., Alexander Dyck e Luigi Zingales, 2003, The Protecting Hand: Taxation and Corporate Governance, *Working Paper*.
- Durnev, A. e E. Han Kim, 2003, To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation, *Working Paper*.
- Dyck, A., Luigi Zingales, 2002, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, forthcoming.
- Gledson de Carvalho, A., 2003, Efeitos da Migração Para os Níveis de Governança da Bovespa, *Manuscrito*.
- Hart, O. , 1995, Firms, Contracts, and Financial Structure, *Oxford University Press: London*.
- Jensen, M. e William Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. e Friedman, F., 2000, Corporate Governance in Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A., 2000, Tunneling, *American Economic Review* 90, 22-27.
- La Porta, R. , Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52, 1131-1149.
- La Porta, R. , Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 59, 3-27
- La Porta, R. , Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- La Porta, R. , Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, 1998, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lombardo, D, e M. Pagano, 2002, Law and Equity Markets, a Simple Model, Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity, *Oxford University Press: London*.
- Modigliani, F. e M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investmente, *American Economic Review* 48, 261-297.
- Morck, R, A. Shleifer e R. W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Nenova, T., 2003, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, *Journal of Financial Economics*, 68 325-351.
- Pereira Filho, F., 2002, A Efetiva Proteção Jurídica dos Minoritários Como Meio de Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro, 2002, Uniceub, monografia.
- Pinho, Themistocles e Álvaro Peixoto, 2001, A Reforma da Lei das S.A. Através da Lei Número 10,303 de 31,10,2001, Ed. Freitas Bastos.

- Roe, M., 2001, The Quality of Corporate Law Argument and its Limits, Columbia Law School, Working Paper 186.
- Shleifer, A. , Daniel Wolfenzon, 2003, Investor Protection and Equity Markets, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Shleifer, A. E Vishny, R., 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 88, 95-461.
- Srour, G., 2002, Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das empresas brasileiras, *Manuscrito*.
- Valadares, S., 2002a, Estimativa do Valor de Controle no Brasil, Em: Bonomo, Marco (organizador), *Finanças Aplicadas ao Brasil*, Ed. FGV, 299-311.
- Valadares, S., 2002b, Estrutura de Controle e Propriedade de Empresas Brasileiras, Em: Bonomo, Marco (organizador), *Finanças Aplicadas ao Brasil*, Ed. FGV, 275-298.
- Zingales, L. , 1995a, Insider Ownership and the Decision to Go Public, *The Review of Economic Studies*, Volume 62, 3, 425-448.
- Zingales, L., 1995b, What Determines the Values of Corporate Votes, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 110, 4, 1047-1073.

## APÊNDICE A

### DERIVAÇÃO ALGÉBRICA DO MODELO

Sabemos que a função de lucro privado do acionista controlador é dada por:

$$L = \alpha(1-d)\Pi + d\Pi + \beta(1-\alpha)(1-d)\Pi - \frac{c_1(d\Pi)^2}{2} - \frac{c_2[\beta(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}{2}$$

As condições de primeira ordem seguem abaixo:

$$\frac{\partial L}{\partial \beta} = (1-\alpha)(1-d)\Pi - \frac{2c_2\beta[(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}{2} = 0$$

$$\beta = \frac{(1-\alpha)(1-d)\Pi}{c_2[(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2}$$

$$\beta^* = \frac{1}{c_2(1-\alpha)(1-d)\Pi} \quad (1)$$

$$\frac{\partial L}{\partial d} = -\alpha\Pi + \Pi - \beta(1-\alpha)\Pi - \frac{2c_1d\Pi^2}{2} + \frac{2c_2[\beta(1-\alpha)\Pi]^2(1-d)}{2} = 0$$

$$\Pi(1-\alpha) - \beta(1-\alpha)\Pi - c_1d\Pi^2 + c_2(1-d)[\beta(1-\alpha)\Pi]^2 = 0$$

$$(1-\alpha)(1-\beta)\Pi + c_2[\beta(1-\alpha)\Pi]^2 = c_1d\Pi + c_2d[\beta(1-\alpha)\Pi]^2$$

$$d = \frac{(1-\alpha)(1-\beta)\Pi + c_2\beta^2(1-\alpha)^2\Pi^2}{c_1\Pi^2 + c_2\beta^2(1-\alpha)^2\Pi^2}$$

$$d^* = \frac{(1-\alpha)[(1-\beta) + c_2\beta^2(1-\alpha)\Pi]}{\Pi[c_1 + c_2\beta^2(1-\alpha)^2]} \quad (2)$$

Substituindo (1) em (2):

$$d = \frac{(1-\alpha) \left[ \left( 1 - \frac{1}{c_2(1-\alpha)(1-d)\Pi} \right) + \frac{c_2(1-\alpha)\Pi}{[c_2(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2} \right]}{\Pi \left[ c_1 + \frac{c_2(1-\alpha)^2}{[c_2(1-\alpha)(1-d)\Pi]^2} \right]}$$

$$d = \frac{(1-\alpha) \left[ \left( 1 - \frac{1}{c_2(1-\alpha)(1-d)\Pi} \right) + \frac{1}{c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi} \right]}{\Pi \left[ c_1 + \frac{1}{c_2(1-d)^2\Pi^2} \right]}$$

$$d = \frac{(1-\alpha) \left[ \frac{c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi + d}{c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi} \right]}{\Pi \left[ \frac{c_1c_2(1-d)^2\Pi^2 + 1}{c_2(1-d)^2\Pi^2} \right]}$$

$$d = \frac{\frac{c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi + d}{c_2(1-d)^2\Pi}}{\frac{c_1c_2(1-d)^2\Pi^2 + 1}{c_2(1-d)^2\Pi}}$$

$$d = \frac{c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi + d}{c_1c_2(1-d)^2\Pi^2 + 1}$$

$$c_1c_2(1-d)^2\Pi^2d + d = c_2(1-\alpha)(1-d)^2\Pi + d$$

$$c_1\Pi d = (1-\alpha)$$

$$d^* = \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi} \quad (3)$$

Substituindo (3) em (1):

$$\beta^* = \frac{1}{c_2(1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi} \right] \Pi} \quad (4)$$

As condições suficientes de segunda ordem seguem abaixo:

$$\frac{\partial^2 L}{\partial \beta^2} = -c_2(-1+\alpha)^2(-1+d)^2\Pi^2 = -c_2(-1+\alpha)^2 \left( -1 - \frac{-1+\alpha}{\Pi c_1} \right)^2 \Pi^2 =$$

$$-c_2(-1+\alpha)^2 \frac{(\Pi c_1 - 1 + \alpha)^2}{c_1^2} < 0$$

$$\frac{\partial^2 L}{\partial d^2} = -c_1\Pi^2 - c_2\beta^2\Pi^2 + 2c_2\beta^2\Pi^2\alpha - c_2\beta^2\Pi^2\alpha^2 =$$

$$-c_1\Pi^2 - \frac{1}{c_2} \frac{c_1^2}{(-\Pi c_1 - 2\alpha + 1 + \alpha\Pi c_1 + \alpha^2)^2} \Pi^2 + \frac{2}{c_2} \frac{c_1^2}{(-\Pi c_1 - 2\alpha + 1 + \alpha\Pi c_1 + \alpha^2)^2} \Pi^2\alpha - \frac{1}{c_2} \frac{c_1^2}{(-\Pi c_1 - 2\alpha + 1 + \alpha\Pi c_1 + \alpha^2)^2} \Pi^2\alpha^2 =$$

$$\left( c_2\alpha^2 - 2c_2\alpha + 2c_2\alpha\Pi c_1 + c_2 + c_2\Pi^2 c_1^2 - 2c_2\Pi c_1 + c_1 \right) c_1 \frac{\Pi^2}{(\Pi c_1 - 1 + \alpha)^2 c_2} < 0$$

Fazendo um pouco mais de álgebra também pode-se mostrar que:

$$\Delta = \frac{\partial^2 L}{\partial \beta^2} \frac{\partial^2 L}{\partial d^2} - \left[ \frac{\partial^2 L}{\partial \beta \partial d} \right]^2 \geq 0$$

Temos então que:

$$d^* = \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi}, \text{ onde } 0 < \alpha < 1, c_1 > 0 \text{ e } \Pi > 0$$

o que implica em  $d^* > 0$

$$\text{Para que } d^* < 1, c_1 > \frac{(1-\alpha)}{\Pi}$$

$$\text{Se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi}, d^* = 1$$

$$\text{Sabemos que } \beta^* = \frac{1}{c_2(1-\alpha) \left[ 1 - \frac{(1-\alpha)}{c_1\Pi} \right] \Pi}$$

$$\text{Se } c_1 \leq \frac{(1-\alpha)}{\Pi}, \beta^* \text{ é indeterminado}$$

$$\text{Para que } \beta^* \leq 1, c_1 \geq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1}$$

$$\text{Se } \frac{(1-\alpha)}{\Pi} < c_1 \leq \frac{c_2(1-\alpha)^2}{c_2(1-\alpha)\Pi - 1}, \beta^* = 1$$

## APÊNDICE B

### ARTIGOS DA LEI NÚMERO 6.404 de 15.12.76 COM ALTERAÇÕES PELA LEI 10.303 de 31.10.01 e INSTRUÇÕES DA CVM

*Art. 2 – Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário a lei, à ordem pública e aos bons costumes.*

*§ 1 – Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.*

*§ 2 – O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.*

*§ 3 – A companhia pode ter o objeto de participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.*

*Art. 4 – Para efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.*

*§ 1 – Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociadas no mercado de valores mobiliários.*

*§ 2 – Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.*

*§ 3 – A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociadas no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.*

*§ 4 – O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor em oferta, em conformidade com a disposto no art. 4-<sup>a</sup>*

*§ 5 – Terminado prazo de oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6 do art. 44.*

*§ 6 – O acionista controlador ou sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.*

*Art. 4-A – Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo 10% das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4 do art. 4.*

*§ 1 – O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 dias da divulgação do valor da oferta pública devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, ao pedido de convocação.*

*§ 2 – Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.*

*§ 3 – Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.*

*§ 4 – Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4 e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.*

*Art. 15 – As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares, são ordinárias, preferenciais ou de fruição.*

*§ 1 – As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.*

*§ 2 – O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não podem ultrapassar 50% do total das ações emitidas.*

*Nota: Lei número 10.303/2001*

*Art. 8 –*

*§ 1 – A proporção prevista no § 2 do art. 15 da Lei número 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério:*

*I – imediatamente às companhias novas;*

*II – às companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital; e*

*III – as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações.*

*§ 2 – Nas emissões de ações ordinárias por companhias abertas que optarem por se adaptar ao disposto no art. 15, § 2, da Lei número 6.404, de 1976, com a redação que lhe é conferida por esta Lei, poderá não ser estendido aos acionistas titulares de ações preferenciais, a critério da companhia, o direito de preferência a que se refere o art. 171, § 1, alínea b, da Lei número 6.404, de 1976. Uma vez reduzido o percentual de participação em ações preferenciais, não mais será lícito à companhia elevá-lo além do limite atingido.*

*Art. 17 – As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:*

*I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;*

*II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou*

*III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratem os incisos I e II.*

§ 1 – Independente do direito de receber ou não o valor do reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

Nota: Lei 10.303/01

Art. 8 –

§ 3 – As companhias abertas somente poderão emitir novas ações preferenciais com observância do disposto no art. 17, § 1, da Lei número 6.404, de 1976, com a redação dada por esta Lei, devendo os respectivos estatutos ser adaptados ao referido dispositivo legal no prazo de 1 ano, após a data de entrada em vigor desta Lei.

I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

- a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e
- b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurando o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

§ 2 – Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

§ 3 – Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

§ 4 – Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

§ 5 – Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrente da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

§ 6 – O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebe-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1 do art. 182.

§ 7 – Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.

Art. 45 – O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

§ 1 – O estatuto pode estabelecer normas para determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor do patrimônio líquido, constante do último balanço aprovado pela assembléia geral, observado o disposto no § 2, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3 e 4).

§ 2 – Se a deliberação da assembleia-geral ocorrer mais de sessenta dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo. Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% do valor do reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 dias, a contar da data de deliberação da assembleia-geral.

§ 3 – Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1 do art. 8 e com a responsabilidade prevista no § 6 do mesmo artigo.

§ 4 – Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela assembleia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independente de sua espécie ou classe o direito a um voto.

§ 5 – O valor de reembolso poderá ser pago à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, e neste caso as ações reembolsadas ficarão em tesouraria.

§ 6 – Se, no prazo de cento e vinte dias, a contas da publicação da ata da assembleia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta de capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral, dentro de cinco dias, para tomar conhecimento daquela redução.

§ 7 – Se sobreviver a falência da sociedade, os acionistas dissidentes, credores pelo reembolso de suas ações, serão classificados como quirografários em quadro separado, e os rateios que lhe couberem serão imputados no pagamento dos créditos constituídos anteriormente à data de publicação da ata da assembleia. As quantias assim distribuídas aos créditos mais antigos não se deduzirão dos créditos dos ex-acionistas que subsistirão integralmente para serem satisfeitos pelos bens da massa, depois de pagos os primeiros.

§ 8 – Se, quando ocorrer a falência, já se houver efetuado, à conta do capital, o reembolso dos ex-acionistas, estes não tiverem sido substituídos, e a massa não bastar para o pagamento dos créditos mais antigos, caberá ação revocatória para restituição do reembolso pago em redução do capital social, até a concorrência do que remanescer dessa parte do passivo. A restituição será havida, na mesma proporção, de todos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas.

Art. 109 – Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

- I- participar dos lucros sociais;
- II- participar do acervo da companhia, em caso de liquidação
- III- fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
- IV- preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observando o disposto nos art. 171 e 172;
- V- retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1 – As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2 – Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.

§ 3 – O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionados mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

Art. 115 – O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou

*para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.*

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

*§ 2 – Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6 e do art. 8.*

*§ 3 – O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.*

*§ 4 – A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o a companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.*

*Art. 116 – Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e*
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.*

*Parágrafo único – O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.*

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

*§ 1 – São modalidades de exercício abusivo de poder:*

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou leva-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;*
- b) promover a liquidação da companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;*
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalhem na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.*
- d) Eleger administrador ou fiscal que seja inapto, moral ou tecnicamente.*
- e) Induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia geral;*
- f) Contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não eqüitativas;*
- g) Aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.*

h) *Subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.*

§ 2 – *No caso da alínea e do § 1, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.*

§ 3 – *O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprias do cargo.*

Art. 136 – *É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou mercado de balcão, para deliberação sobre:*

*I – criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;*

*II – alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;*

*III – redução do dividendo obrigatório;*

*IV – fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;*

*V – participação em grupo de sociedades;*

*VI – mudança de objeto da companhia;*

*VII – cessação do estado de liquidação da companhia;*

*VIII – criação de partes beneficiárias;*

*IX – cisão da companhia;*

*X – dissolução da companhia.*

§ 1 – *Nos casos dos números I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação, ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de classe de casa classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembléia especial e instalada com as formalidades desta Lei.*

§ 2 – *A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas três últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.*

§ 3 – *O disposto no § 2 deste artigo aplica-se também às assembléias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1.*

§ 4 – *Deverá constar da ata da assembléia-geral que deliberar sobre as matérias dos incisos I e II, se não houver prévia aprovação, que a deliberação só terá eficácia após a sua ratificação pela assembléia especial prevista no § 1.*

Art. 137 – *A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:*

*I – nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;*

*II – nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:*

a) *liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e*

- b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação

III – No caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar:

- a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;
- b) redução de dividendo obrigatório; ou
- c) participação em grupo de sociedade;

IV – O reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 dias contado da publicação da ata da assembléia-geral;

V – O prazo para o dissidente de deliberação de assembléia especial será contado da publicação da respectiva ata;

VI – O pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3 e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembléia-geral.

§ 1 – O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito a voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

§ 2 – O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembléia.

§ 3 – Nos 10 dias subseqüentes ap término do prazo de que tratam os incisos IV e V do caput deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembléia-geral ou da assembléia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembléia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

§ 4 – Decairá do direito de retirada o acionista que não exercer no prazo fixado.

Art. 227 – A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1 – A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito a realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2 – A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

§ 3 – Aprovados pela assembléia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingui-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

Art. 254 - A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da CVM.

§ 1 – A CVM deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2 – Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento de oferta pública.

§ 3 – Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle da companhia aberta.

Art. 254-A – A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Nota: Lei número 10.303/2001

Art. 7 – O disposto no art. 254-A da Lei número 6.404, de 1976, não se aplica às companhias em processo de desestatização que, até a data da promulgação desta Lei, tenham publicado edital.

§ 1 – Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação do controle acionário da sociedade.

§ 2 – A CVM autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições de oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3 – Compete a CVM estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4 – O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante de controle.

Art. 264 – Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificção, apresentada à assembléia-geral da controladora, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM, no caso de companhias abertas.

§ 1 – A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2 – Para efeito de comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio deste, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3 – Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, podendo optar no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 131, inciso II.

§ 4 – Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5 – O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controladora terem sido adquiridas no pregão da Bolsa de Valores ou mediante oferta pública nos termos dos arts. 257 e 263.

INSTRUÇÃO CVM Nº 323, DE 19 DE JANEIRO DE 2000

Define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave.

Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM:

I - a denegação, sob qualquer forma, do direito de voto atribuído, com exclusividade, por lei, pelo estatuto ou por edital de privatização, aos titulares de ações preferenciais ou aos acionistas minoritários, por parte de acionista controlador que detenha ações da mesma espécie e classe das votantes;

II - a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador;

III - a alienação de bens do ativo, a constituição de ônus reais, a prestação de garantias, bem como a cessação, a transferência ou a alienação, total ou parcial, de atividades empresariais, lucrativas ou potencialmente lucrativas, no interesse preponderante do acionista controlador;

IV - a obtenção de recursos através de endividamento ou por meio de aumento de capital, com o posterior empréstimo desses recursos, no todo ou em parte, para sociedades sem qualquer vínculo societário com a companhia, ou que sejam coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, em condições de juros ou prazos desfavoráveis relativamente às prevalentes no mercado, ou em condições incompatíveis com a rentabilidade média dos ativos da companhia;

V - a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VI - a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente;

VII - a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VIII - a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrasadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado;

IX - a promoção de alteração do estatuto da companhia, para a inclusão do valor econômico como critério de determinação do valor de reembolso das ações dos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral, e a adoção, nos doze meses posteriores à dita alteração estatutária, de decisão assemblear que enseje o direito de retirada, sendo o valor do reembolso menor ao que teriam direito os acionistas dissidentes se considerado o critério anterior;

X - a obstaculização, por qualquer modo, direta ou indiretamente, à realização da assembleia geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores;

XI - a promoção de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, sem que lhes seja assegurada, pelo acionista controlador, a faculdade de permanecerem integrando o quadro acionário com, pelo menos, uma unidade nova de capital, caso esses acionistas tenham manifestado tal intenção no prazo estabelecido na assembleia geral que deliberou o grupamento;

XII - a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários;

XIII - a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas;

XIV - a compra ou a venda de valores mobiliários em mercado, ou privadamente, pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, com vistas à promoção, pelo acionista controlador, do cancelamento do registro de companhia aberta;

XV - a aprovação, por parte do acionista controlador, da constituição de reserva de lucros que não atenda aos pressupostos para essa constituição, assim como a retenção de lucros sem que haja um orçamento que, circunstanciadamente, justifique essa retenção.

## DAS INFRAÇÕES GRAVES

Art. 2º Considera-se infração grave, para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a prática das condutas referidas no art. 1º desta Instrução.

§1º Estão sujeitos às penalidades previstas em lei, por violação do disposto nesta Instrução, o acionista controlador, os administradores da companhia, os integrantes de seus órgãos técnicos ou consultivos, bem como quaisquer outras pessoas naturais ou jurídicas que tenham concorrido para a prática das condutas a que se refere o caput deste artigo.

§2º As condutas referidas no caput deste artigo, praticadas pelos administradores da companhia, não excluem a responsabilidade do acionista controlador.

### INSTRUÇÃO CVM No 361, DE 5 DE MARÇO DE 2002

Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM no 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

### ÂMBITO E FINALIDADE

#### Aplicação

Art. 1º Esta Instrução regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação do acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta e para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários e de permuta por valores mobiliários.

#### Modalidades e Definições

Art. 2º A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76;

II – OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III – OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI – OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

§ 1º Somente estarão sujeitas a registro perante a CVM as modalidades de OPA referidas nos incisos I a III do caput, aquelas de que tratam os incisos IV e V, quando envolverem permuta por valores mobiliários, e as de que tratam o inciso VI, quando concorrerem com OPA sujeita a registro perante a CVM.

§ 2o Esteja ou não sujeita a registro perante a CVM, toda OPA deverá observar o procedimento geral estabelecido nos arts. 4o a 8o e 10 a 12, no que for aplicável, devendo a OPA sujeita a registro observar, ainda, os requisitos e procedimentos adicionais atinentes à respectiva modalidade, estabelecidos nesta Instrução.

§ 3o Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

§ 4o Para os efeitos do parágrafo anterior, considera-se pública a oferta quando for utilizado qualquer meio de publicidade da oferta de aquisição, inclusive correspondência, anúncios eletrônicos ou esforços de aquisição.

§ 5o As ofertas de aquisição efetuadas exclusivamente nos recintos ou ambientes de negociação das bolsas de valores, e de entidade de mercado de balcão organizado, continuam regidas pelas disposições a elas aplicáveis, inclusive quanto à adoção de procedimentos especiais, desde que não se enquadrem em qualquer das hipóteses referidas no § 1o, e não haja publicidade da oferta.

Art. 3o Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

I – companhia objeto: a companhia aberta emissora das ações visadas na OPA;

II – ações objeto da OPA: as ações visadas pelo ofertante na OPA;

III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e  
b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

V – ofertante: o proponente da aquisição de ações em uma OPA, seja ele pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;

VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso.

§ 1o Salvo para o efeito de alienação de controle, a qual considerar-se-á caracterizada segundo as regras específicas aplicáveis, equipara-se ao acionista controlador, para os efeitos desta Instrução, o detentor de títulos conversíveis em ações ou de títulos que confirmam o direito à subscrição de ações, desde que tais ações, por si só ou somadas às já detidas pelo titular e pessoas a ele vinculadas, confirmem o controle acionário.

§ 2o Presume-se representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso, quem:

a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou

b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.

§ 3o Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador.

**PROCEDIMENTO GERAL DE OPA**

## *Princípios gerais*

*Art. 4o Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:*

- I – a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA;*
- II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento eqüitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;*
- III – quando for o caso (art. 2o, § 1o), a OPA será previamente registrada na CVM, segundo a modalidade adequada;*
- IV – a OPA será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;*
- V – a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada;*
- VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, conforme estabelecido nesta Instrução;*
- VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se, tratando-se de OPA voluntária ou para aquisição de controle, que não estejam sujeitas a registro, for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;*
- VIII – a OPA poderá sujeitar-se a condições, cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas; e*
- IX – a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital, exceto nas hipóteses previstas no art. 5o.*

*§ 1o Sem prejuízo do disposto no inciso V, a OPA poderá, se isto não violar outros dispositivos desta Instrução, ter preços à vista e a prazo distintos para os mesmos destinatários, desde que a faculdade de escolha caiba aos destinatários, haja justificada razão para sua existência, e tal distinção não afete a reflexão e a independência da decisão de aceitação da OPA, como por exemplo se estiver vinculada ao prazo de aceitação ou à quantidade de aceitações já manifestadas.*

*§ 2o A CVM poderá determinar, a qualquer tempo:*

- I - a suspensão de OPA em curso, ou do respectivo leilão, se verificar que a OPA ou o leilão apresentam irregularidade ou ilegalidade sanável, mantendo-se a suspensão até que sejam corrigidas; ou*
- II - o cancelamento da OPA, quando verificar que ela apresenta irregularidade ou ilegalidade insanável.*

*§ 3o É vedada a transferência para a companhia objeto, a qualquer título, das despesas relativas ao lançamento e à liquidação de uma OPA, salvo se a OPA for formulada pela própria companhia, nos casos admitidos em lei.*

## *Avaliação*

*Art. 8o Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.*

*§ 1o O laudo de que trata o caput poderá ser elaborado pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada.*

*§ 2o A experiência comprovada a que se refere o parágrafo anterior deve dizer respeito à avaliação de companhias abertas.*

*§ 3o O laudo de avaliação indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:*

*I – preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;*

*II – valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;*

*III – valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;*

*IV – valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores;*

*V – declaração do avaliador:*

*a) quanto à quantidade de ações de emissão da companhia objeto de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária;*

*b) sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo, se for o caso;*

*c) de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;*

*d) do custo do laudo de avaliação; e*

*VI – as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas.*

*§ 4o O laudo de avaliação poderá avaliar a companhia em uma faixa de valores mínimo e máximo, desde que a diferença entre tais preços não ultrapasse 10% (dez por cento).*

*§ 5o O laudo de avaliação será encaminhado à CVM em 3 (três) vias e também ao seu endereço eletrônico, no formato específico indicado pela CVM, ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão da OPA, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.*

*§ 6o O avaliador deverá encaminhar à CVM declaração dos valores recebidos do ofertante e da companhia objeto, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro.*

## **OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO**

### **Requisitos para o cancelamento**

*Art. 16. O cancelamento do registro de companhia aberta somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:*

*I – o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no § 4o do art. 4o da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1o do art. 8o; e*

*II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22.*

*Parágrafo único. Sem prejuízo das restrições legais aplicáveis, quando a OPA para cancelamento de registro for efetuada pela própria companhia, os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria somente incidirão caso não seja alcançado o requisito de aceitação do inciso II deste artigo, observando-se ainda, neste caso, o limite de que trata o inciso I do art. 15.*

Art. 17. A companhia que tenha efetuado emissão ou distribuição pública de debêntures somente poderá ter cancelado o seu registro de companhia aberta se comprovar, por declaração do agente fiduciário, que:

I – resgatou a totalidade das debêntures em circulação;

II – vencido ou antecipado o prazo para resgate e não tendo sido resgatada toda a emissão, procedeu ao depósito do valor de resgate das debêntures em banco comercial, ficando tal valor à disposição dos debenturistas;

III – o ofertante ou pessoa vinculada adquiriu a totalidade das debêntures em circulação; ou

IV – todos os debenturistas concordaram com o cancelamento de registro de companhia aberta, e declararam expressamente ter ciência de que, em razão disto, será cancelado o registro para a negociação das debêntures em mercado secundário organizado, se houver.

§ 1o Na hipótese da efetivação do depósito bancário a que se refere o inciso II, a companhia deverá publicar anúncio informando tal situação aos debenturistas, com a menção expressa do nome do banco e identificação da agência em que foi feito o depósito.

§ 2o Na hipótese do inciso IV, a declaração do agente fiduciário será acompanhada de cópia das declarações empresadas por todos os debenturistas, ou da ata de assembléia de debenturistas que houver aprovado, por unanimidade e com a presença de todos os debenturistas, o cancelamento de registro.

Art. 18. A companhia que tenha efetuado emissão ou distribuição pública de outros valores mobiliários diversos de ações e debêntures somente poderá ter cancelado o seu registro de companhia aberta se o ofertante comprovar que adquiriu, diretamente ou por meio de pessoa vinculada, a totalidade dos valores mobiliários em circulação no mercado, excetuadas as partes beneficiárias, ou se atender, com relação aos titulares de tais valores mobiliários, aos requisitos do inciso IV e do § 2o do art. 17.

Art. 19. Caso o acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a companhia, pretendam realizar OPA para cancelamento de registro em prazo inferior a 1 (um) ano, contado da data da homologação da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas ocorrida na companhia objeto, o preço a ser ofertado pelas ações em circulação deverá ser, no mínimo, igual ao preço obtido pelas ações no referido aumento de capital, devidamente atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado de maneira a considerarem-se, no cálculo do preço, as alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos.

Parágrafo único. Aplica-se o disposto no caput deste artigo aos casos de subscrição privada, desde que, no mínimo, 1/3 (um terço) das ações objeto do aumento de capital, excluídas aquelas subscritas pelo acionista controlador no exercício de seu direito de preferência, tenham sido subscritas por acionistas minoritários e terceiros, e permaneçam em circulação pelo menos 10% (dez por cento) das ações da mesma espécie e classe daquelas objeto do aumento de capital, contando-se o prazo estabelecido no caput da data da homologação do aumento de capital.

#### OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Hipótese de incidência, objeto e preço

Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§ 1o A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterá, além dos requisitos estabelecidos pelo art. 10, as informações contidas na notícia de fato relevante divulgada quando da alienação do controle, sem prejuízo do disposto no inciso I do § 1o do art. 33, se for o caso.

§ 2o O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações

*representativas do controle, quer a realização da OPA se constitua em condição suspensiva, quer em condição resolutiva da alienação.*

*§ 3o O registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.*

*§ 4o Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.*

*§ 5o Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.*

*§ 6o No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto.*

#### *Oferta de Prêmio para permanência como acionista*

*Art. 30. Na forma do § 4o do art. 254-A da Lei 6.404/76, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários destinatários da OPA um prêmio no mínimo equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.*

*§ 1o Oferecida tal faculdade, os acionistas poderão manifestar, no leilão da OPA, sua opção por receber o prêmio, ao invés de aceitar a OPA, entendendo-se que todos os acionistas que não se manifestarem aceitam e fazem jus ao prêmio.*

*§ 2o Por valor de mercado, para efeito da apuração do prêmio a que se refere o caput, entender-se-á a cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação do controle.*

*§ 3o Na hipótese da OPA abranger o prêmio de que trata o caput, o instrumento deverá discriminar o prazo durante o qual o pagamento do prêmio ficará à disposição dos acionistas, o qual não poderá ser inferior a 3 (três) meses, bem como a instituição financeira encarregada do pagamento, com indicação das agências aptas a realizar o pagamento aos acionistas, às quais deverão localizar-se, no mínimo, na localidade da sede da companhia e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações fossem admitidas à negociação, e nas capitais de todos os estados do País.*

*§ 4o A requerimento do ofertante a CVM poderá deferir a oferta de prêmio diverso daquele referido no caput, desde que:*

- I - permaneça facultada aos destinatários da oferta a aceitação da própria OPA;*
- II - seja concedida aos aceitantes da oferta de prêmio a faculdade de que trata o § 2o do art. 10, abatendo-se do preço devido em caso de exercício da faculdade a quantia que já houver sido recebida como pagamento do prêmio; e;*
- III - as condições da oferta de prêmio sejam equitativas.*