



**INSTITUTO SUPERIOR DE ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA**  
**MESTRADO PROFISSIONAL EM GOVERNANÇA E SUSTENTABILIDADE**  
**ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: GOVERNANÇA E SUSTENTABILIDADE**

**IVETE DO ROCIO ANNIES**

**O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA**

CURITIBA

2017

**IVETE DO ROCIO ANNIES**

**O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre no Curso de Mestrado Profissional em Governança e Sustentabilidade, do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu do Instituto Superior de Administração e Economia | ISAE.

Orientador: Prof. Dr. José Henrique de Faria

CURITIBA

2017

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

**IVETE DO ROCIO ANNIES**

### **O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no Curso de Mestrado Profissional em Governança e Sustentabilidade, do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu do Instituto Superior de Administração e Economia | ISAE, pela seguinte banca examinadora:

---

Prof. Dr. José Henrique de Faria  
Orientador – PPGS – ISAE-PR

---

Prof. Dr. Luciano Minghini  
DAADM, UTFPR – PB

---

Prof. Dra. Nicole Maccali  
PPGS – ISAE-PR

CURITIBA

2017

## **DEDICATÓRIA**

Dedico aos meus pais Ighes Bueno Annies e Arthur Annies pela educação que me deram, pelos princípios de uma vida reta, dedicada ao trabalho honesto e responsável com o objetivo de ocupar um lugar útil no mundo. Dedico aos meus filhos Otavio Augusto Flemming e Leonardo Augusto Flemming por me apoiar.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Rafael Souza Silva e Leonardo Augusto Flemming que sacrificaram suas horas de lazer para contribuir com suas habilidades tecnológicas para a realização deste trabalho.

## RESUMO

A governança corporativa tem se desenvolvido nas últimas décadas para atender aos desafios das organizações contemporâneas e ajudá-las a desempenhar o seu papel na economia e na sociedade fornecendo segurança e confiança aos investidores (PINHEIRO; CARRIERI; JOAQUIM, 2012), ao mesmo tempo em que os grandes desafios econômicos do país passam pela necessidade de captura dos recursos da poupança pública e do aproveitamento da capacidade do mercado de capitais para responder adequadamente às carências de financiamento das atividades que possam promover o desenvolvimento econômico de forma sustentável, saudável e compensadora. A governança corporativa tradicional abordada pelos pressupostos da separação entre propriedade e administração, com o conseqüente conflito de agência, não atende as características das empresas brasileiras dirigidas pelo acionista principal e por um conselho de administração nomeado por ele e a ele vinculado. Por esta razão, propõe-se a utilização do acordo de acionistas como instrumento de aperfeiçoamento dos mecanismos de governança destinados a melhorar as relações de confiança entre o investidor do mercado de capitais e a administração do poder concentrado das empresas nacionais. Esta linha de pensamento visa buscar viabilidade de supervisão independente, acompanhamento eficaz e produtivo para acionistas e administradores. Para isso, realizou-se uma pesquisa em duas etapas sendo a primeira para levantamento dos conhecimentos teóricos disponíveis a respeito de governança corporativa abordando a evolução histórica, as teorias contemporâneas sobre a teoria da agência e conflito de interesses, a remuneração do agente, as transações entre partes relacionadas, e a falta de independência do conselho de administração quando o principal também exerce a função de administrador e nomeia a maioria dos membros do conselho de administração os quais tem a função de julgar a prestação de contas do administrador. Foram estudados na primeira etapa do trabalho os autores consagrados, a legislação e os instrumentos regulatórios oriundos dos órgãos como a SEC, CVM e BM&FBOVESPA, instituições especializadas como o IBGC e artigos científicos que tratam do assunto. A segunda etapa da pesquisa foi realizada em base de dados secundária através da análise dos acordos de acionistas publicados no site da BM&FBOVESPA pelas empresas de capital aberto visando identificar se as questões de governança corporativa almejadas pela referência teórica estavam presentes nos acordos de acionistas encontrados na mencionada fonte. Nestas condições, o acordo de acionistas é apresentado como instrumento para mitigação do conflito de interesses entre principal-agente e acionistas minoritários para atender as necessidades de governança corporativa em empresas de estrutura concentrada e poder. As teorias existentes sobre o acordo de acionistas, suas bases legais e as características dos acordos de acionistas publicados pelas empresas brasileiras no site da bolsa de valores confirmam a sua utilização e aderência parcial aos princípios e desafios de governança corporativa.

**Palavras-chave:** Acordo de acionistas, controlador, principal, minoritário, agente, governança corporativa.

## ABSTRACT

Corporate governance has developed in recent decades to meet the challenges of contemporary organizations and help them to play their role in the economy and society by providing security and trust to investors (PINHEIRO; CARRIERI; JOAQUIM, 2012), at the same time that the country's major economic challenges include the need to capture resources from public savings and capitalize on the capacity of the capital market to respond adequately to the lack of funding for activities that can promote economic development in a sustainable, healthy and rewarding way. Traditional corporate governance addressed by the assumptions of the separation of ownership and management, with the consequent agency conflict, does not meet the characteristics of Brazilian companies led by the main shareholder and by a board of directors appointed by him and linked to him. For this reason, it is proposed to use the shareholders' agreement as an instrument for improving governance mechanisms aimed at improving the relations of trust between the capital market investor and the administration of the concentrated power of national companies. This line of thought aims to seek viability of independent supervision, effective and productive follow-up for shareholders and managers. For this, a research was carried out in two stages, being the first one to survey the theoretical knowledge available regarding corporate governance, dealing with historical evolution, contemporary theories about agency theory, conflict of interests, agent remuneration, transactions between related parties, and the lack of independence of the board of directors when the principal also performs the function of administrator and appoints the majority of the members of the board of directors who has the function of judging the accountability of the administrator. Legislation and regulatory instruments from regulatory bodies such as the CVM and BM&FBOVESPA and specialized institutions such as the IBGC, scientific articles and consecrated authors that deal with the subject were studied in the first stage. The second stage of the research was carried out in a secondary database through the analysis of shareholder agreements published on the BM&F BOVESPA website by publicly traded companies to identify whether the corporate governance issues sought by the theoretical reference were present in the shareholders agreements found. Under these conditions, the shareholders' agreement is presented as an instrument to mitigate the conflict of interest between principal-agent and minority shareholders to meet the needs of corporate governance in companies with a concentrated structure and power. The existing theories about the shareholders' agreement, its legal bases and the characteristics of shareholder agreements published by Brazilian companies on the stock exchange website confirm their use and partial adherence to the principles and challenges of corporate governance.

**Keywords:** Shareholders' agreement, controlling, principal, minority, agent, corporate governance.

## LISTA DE SIGLAS

AA	– Acordo de Acionistas
BNDESPAR	– BNDES Participações
CA	– Conselho de Administração
CEO	– <i>Chief Executive Officer</i> (Executivo Chefe)
CTC	– Centro de Tecnologia Canavieira
CVM	– Comissão de Valores Mobiliários
CONSOB	– Comissão Nacional da Sociedade Anônima
IBGC	– Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
JBS	– Empresa José Batista Sobrinho
LSA	– Lei das Sociedades Anônimas
OCDE	– Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OAS	– <i>Organization of American States</i> (Organização para os Estados Americanos)
SEC	– <i>Securities Exchange Commission</i> (Comissão de Comercialização de Ações Norte Americana)
SOX	– Lei Sarbanes-Oxley



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
I. FORMULAÇÃO DA PERGUNTA DE PESQUISA .....	11
II. OBJETIVOS DA PESQUISA .....	11
i Objetivo Geral .....	11
ii Objetivos Específicos .....	12
III. JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA .....	12
<b>2 QUADRO TEÓRICO DE REFERÊNCIA .....</b>	<b>17</b>
2.1 SURGIMENTO E EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	17
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA CONTEMPORÂNEA .....	26
2.3 TEORIA DA AGÊNCIA .....	31
2.3.1. Conflito de Interesses .....	36
2.3.2 Remuneração do Agente quando Este Também é o Principal .....	41
2.3.3 Delegação de Limitações do Poder Decisório do Principal Quando Este Acumula a Função de Agente .....	43
2.3.4 Transações Entre Partes Relacionadas quando o Principal Acumula a Função do Agente .....	44
2.3.5 A Falta de Independência do Conselho de Administração Vinculado ao Acionista Controlador, Quando Este Acumula a Função de Agente e a Influência as Deliberações do Conselho de Administração .....	45
2.4 O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	48
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>54</b>
<b>4 ANÁLISE DOS ACORDOS DE ACIONISTAS: UMA ANÁLISE DOS ACORDOS DE ACIONISTAS PUBLICADOS NO SITE DA BM&amp;FBOVESPA .....</b>	<b>58</b>
4.1 CLÁUSULAS TÍPICAS E DE CONTROLE, EXERCÍCIO E VINCULAÇÃO DE VOTO .....	58
4.2 CLÁUSULAS QUE TRATAM DO CONFLITO DE INTERESSES .....	60
4.3 ESCOLHA DO AGENTE E REMUNERAÇÃO .....	62
4.4. ACORDOS QUE PREVEEM A FORMA DE EXERCÍCIO DA AGÊNCIA .....	63
4.5 CLÁUSULAS QUE TRATAM DOS CONTRATOS ENTRE PARTES RELACIONADAS RELACIONADAS .....	64
4.6 CLÁUSULAS DE NÃO-COMPETIÇÃO ENTRE ACIONISTAS E A EMPRESA .....	65
4.7 NÚMERO DE CONSELHEIROS INDEPENDENTES .....	66

4.8 CLÁUSULAS CURIOSAS .....	67
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>72</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>82</b>

## INTRODUÇÃO

A governança corporativa surge como campo de pesquisa, a partir de estudos estrangeiros desenvolvidos por Ripley (1927); Berle e Means (1932); Jensen e Meckling (1976), Hart (1995), Chen (2012) que abordam o tema pela ótica da dicotomia entre propriedade e controle da empresa, tratando dos conflitos de interesses e problemas de agência num contexto onde o agente é desvinculado da propriedade acionária. Sob este aspecto, a governança corporativa tradicional trata de um problema diverso daquele encontrado no ambiente empresarial nacional, onde a administração da empresa é feita pelo acionista controlador. A concentração das ações nas mãos de acionistas controladores pode causar o entrincheiramento (MORCK; SCHLEIFER; VISHNY, 1988; SAITO; SILVEIRA, 2008), o que impacta negativamente o valor da empresa.

Diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos e Inglaterra, no Brasil e no restante do mundo (LA PORTA, 2002), as empresas de capital aberto são, com frequência, administradas pelo próprio acionista controlador que desempenha o papel de principal e acumula a função de agente concentrando o poder de proprietário e administrador numa só pessoa. Esta configuração de poder facilita a expropriação dos minoritários pelo controlador, o que dá origem ao conflito principal x principal, isto é, acionista controlador x acionistas minoritários (BALASSIANO, 2012). Dentro desta conformação de comando, os problemas de agência são, em parte, diversos daqueles tratados pelos mecanismos de governança desenvolvidos com base na separação entre propriedade e controle e não atendem completamente as demandas oriundas das características do mercado de capitais brasileiro onde a propriedade e a administração são exercidas por uma só figura (GELMAN, 2015; SILVA; LEAL, 2007).

A característica das empresas brasileiras de concentrar o poder na pessoa do principal acumulando a função de agente leva o mercado acionário a se comportar com reservas em relação a suas ações pelo receio do investidor de bolsa de valores de que as decisões do agente privilegiem unicamente os interesses do principal e afetem negativamente o resultado dos negócios o que pode prejudicar consequentemente os interesses dos demais acionistas (CASTRO, 2015).

O uso de boas práticas de governança corporativa de um modo geral, e particularmente do acordo de acionistas, pode mitigar o conflito de interesses entre acionistas minoritários e o principal. Tanto as práticas de governança corporativa quanto as funções do acordo de acionistas visam regular relacionamentos. Desta forma, partindo-se desta proposição é importante compreender as características e finalidades do acordo de acionistas para que se possa integrá-lo aos instrumentos de governança. O acordo de acionistas como previsto pela legislação e pelas

teorias jurídicas é um contrato para social que visa regular o exercício do voto, a compra e venda de ações, a preferência para adquiri-las e pode tratar de todas as matérias no âmbito dos interesses entre sócios, sendo requisito único que seu objeto seja lícito. A forma do acordo de acionistas deve ser escrita e o prazo de duração fica a critério dos contratantes. Os três principais tipos de acordo de acionistas são o acordo de comando, para organizar o controle; o acordo de defesa para reunir minoritários a fim de reivindicar os seus direitos; e acordo misto assinado entre o principal e os acionistas minoritários para tratar de assuntos societários organizacionais, decisórios ou extinguir litígios entre sócios (AMENDOLARA, 2014).

A pesquisa identificou os aspectos relevantes a serem incluídos no acordo de acionistas que possam mitigar os conflitos de interesses entre acionista controlador e acionistas minoritários. Identificar também de que forma as empresas que possuem acordos de acionistas publicados no site da BM&FBOVESPA resolvem a questão relacionada a falta de independência do conselho de administração nos casos onde o sócio controlador é também o principal responsável pela nomeação da maioria dos seus membros, exercendo influência sobre o desempenho do CA o que pode comprometer a independência das decisões que julgam os atos do administrador.

Os temas que podem compor um acordo de acionistas no contexto onde o principal acumula a função de agente são:

- a) a forma de supervisão dos atos do agente;
- b) as contratações com partes relacionadas, os chamados *self dealing agreements*, ou seja, a contratação entre a empresa e o próprio acionista controlador ou suas empresas: *holdings*, controladas ou subsidiárias, assim como as contratações entre a empresa e a família do controlador;
- b) a política de remuneração do agente, quando o acionista controlador também acumular a função de agente;
- c) as decisões de alienação de unidades de negócios, alienação do patrimônio societário, contração de dívidas ou emissão de títulos que onerem o capital social da empresa;
- d) a garantia de que o acionista controlador que acumule a função de agente não possa votar nas assembleias que deliberarem sobre suas próprias prestações de contas
- e) o modo pelo qual se pode contornar a questão da falta de independência do conselho de administração nestes casos.

Os pontos que foram analisados no trabalho são correlatos aos limites de poder decisório do principal, quando o conselho de administração não possui autonomia, prevendo por esta razão os assuntos que devem ser levados a assembleia de acionistas para garantir uma instância independente de análise e aprovação.

A pesquisa foi realizada em duas etapas sendo a primeira desenvolvida através do estudo teórico da bibliografia de referência para embasamento sobre o assunto, utilizando as pesquisas acadêmicas recentes, e autores das disciplinas de administração, direito e economia que abordam a governança corporativa e o acordo de acionistas. Este estudo procurou os pontos de contato entre estes ramos das ciências para apresentar uma abordagem conjunta dos interesses comuns sobre as questões de governança corporativa.

A segunda etapa da pesquisa foi feita sobre a base de dados da BM&FBOVESPA, no tocante aos acordos de acionistas publicados pelas empresas de capital aberto que os publicaram no site da bolsa de valores. Nem todas as empresas que possuem acordos de acionistas o publicam no site da BM&FBOVESPA. Apenas parte das empresas que possuem estes acordos os disponibilizaram neste canal de informação aos investidores.

Os acordos que foram levantados e analisados tiveram seus conteúdos de governança corporativa avaliados e comprovaram que a mitigação do conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários é tema em vários deles.

Com base no exposto, procurou-se responder a seguinte pergunta de pesquisa:

## I. FORMULAÇÃO DA PERGUNTA DE PESQUISA

Em função de um contexto particular de composição acionária das empresas brasileiras de capital aberto, onde o acionista controlador acumula funções de administrador da empresa e elege o conselho de administração pergunta-se: qual o papel do acordo de acionistas para mitigação de conflitos de interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, quando o principal acumula a função de agente? Em outras palavras: qual o papel do acordo de acionistas como instrumento de governança corporativa para mitigar o conflito de interesses entre acionista controlador e acionistas minoritários?

## II. OBJETIVOS DA PESQUISA

Em função do questionamento que surge do atual contexto empresarial nacional define-se os seguintes objetivos de pesquisa.

### i Objetivo Geral

Analisar o papel do acordo de acionistas para mitigação de conflitos de interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, quando o principal acumula a função de agente.

## ii Objetivos Específicos

- a) Caracterizar o acordo de acionistas como instrumento de governança de corporativa.
- b) Identificar os conflitos de interesses que são mitigados pelos acordos de acionistas pesquisados na base de dados da BM&FBOVESPA.
- c) Identificar nos acordos de acionistas publicados no site da BM&FBovespa as cláusulas que tratam da governança corporativa com o objetivo de mitigar conflitos de interesses entre principal e agente.

## III. JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

O principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras não ocorre entre principal e agente como descrito por Berle e Means (1932), mas sim entre principal e principal, assim entendidos os conflitos entre acionista controlador e acionistas minoritários (BALASSIANO, 2012; SILVEIRA, 2015; SILVEIRA; BARROS, 2008). Sendo diferente o tipo de conflito existente nas empresas brasileiras em comparação com as empresas anglo-saxãs, é necessário que se desenvolva também, um modelo de governança específico para atender as necessidades decorrentes das questões características do mercado de capitais nacional. Silveira afirma que “a estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa” (SILVEIRA, 2015, p. 362), e que “os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas” (SILVEIRA, 2004, p. 14). Desse modo, esta pesquisa busca instrumentos alternativos, como o acordo de acionistas, para servir aos propósitos da governança corporativa com a finalidade de mitigar o conflito de interesses típicos das empresas nacionais e contornar o problema causado pela estrutura concentrada de propriedade e poder nas empresas abertas.

Pesquisas anteriores como de Silveira e Barros (2008), Balassiano (2012) e Silveira (2015), demonstraram tanto a concentração de propriedade das empresas brasileiras, quanto a baixa utilização do acordo de acionistas no país, onde ao tempo daquela pesquisa apenas 29,3% das empresas abertas possuíam acordo de acionistas. Esta constatação levou a entender-se que há uma oportunidade de, através deste estudo, investigar o potencial do acordo de acionistas para

servir como mecanismo de governança corporativa para mitigar conflitos de interesses entre principal e minoritários. O objetivo assim é, através da utilização do acordo de acionistas alavancar a qualidade da governança corporativa e alcançar um melhor desempenho das empresas (SILVEIRA, 2015) promovendo a confiança do investidor de bolsa de valores nas suas ações.

O fato de 70,8% das empresas abertas brasileira não possuírem acordo de acionistas (SILVEIRA; BARROS, 2008), abre uma janela de oportunidade para que se possa explorar a possibilidade da sua utilização como mecanismo capaz de preencher as lacunas da governança corporativa especialmente nos casos onde o principal nomeia a maioria dos membros do conselho de administração, o que leva a uma configuração de comando de poder concentrado nas mãos de uma única pessoa ou grupo de controle e potencializa a desconfiança do investidor de bolsa de valores em relação às decisões que possam expropriar-lhes os lucros em razão de serem tomadas em circunstâncias que possam ocultar decisões que privilegiem os interesses dos controladores.

De acordo com um estudo do Banco Mundial divulgado em 2013, a Bovespa ocupava a 23ª posição em número de empresas de capital aberto do mundo, enquanto o Brasil era a oitava maior economia do mundo. O estudo mostrou que ao final de 2012 que o Brasil possuía 353 companhias listadas enquanto que a Índia, décima economia do mundo, possuía na mesma data 6.838 empresas listadas e ocupava o primeiro lugar em número de empresas de capital aberto do mundo. Os Estados Unidos, que tem a posição número um do PIB mundial possuía 4.102 empresas listadas em 2012. À frente do Brasil também se encontram Canadá com 3.876 empresas listadas, Japão com 3.478 empresas listadas, Espanha com 3.167 empresas listadas, registrando-se que a Espanha era o décimo terceiro PIB mundial. A China possuía 2.494 empresas listadas; o Reino Unido possuía 2.179 empresas; a Austrália, décimo segundo PIB mundial tinha 1.959 empresas listadas em bolsa. A Coreia do Sul, décimo quinto PIB mundial apresentava 1.767 empresas listadas e Hong Kong, trigésimo nono PIB mundial possuía 1.459 empresas listadas. (INFOMONEY, 2013). As razões que levam a bolsa brasileira possuir um número tão menor de empresas listadas que outros países, inclusive os de menor PIB, podem ser, ao lado da instabilidade econômica, a baixa confiança do investidor no mercado de ações brasileiro. Este fato pode ser demonstrado pelas notícias de que no período entre 2014 e 2016, a Bovespa teve 49 empresas que fecharam o capital contra apenas duas que abriram capital, (EPOCA NEGÓCIOS, 2016). Dentre as possíveis causas do baixo número de empresas listadas, especialmente quando comparado com o tamanho do PIB, podem estar presentes questões ligadas a rentabilidade das empresas, a estrutura de governança e a frustração dos investidores com o seu desempenho, como é o caso das empresas

do grupo X, que perderam 98% do valor de suas ações (VALOR, 2017), onde questões de governança corporativa foram apontadas como causa da desvalorização.

Os casos do banco inglês Baring Brothers, das empresas americanas Enron e WorldCom, e do Banco Lemman Brothers, além das revelações trazidas pelo caso Lava Jato no Brasil onde empresas como Camargo Correa, OAS, Odebrecht, Grupo X, JBS, Eldorado, Queiros Galvão, Banco Schain, Caixa Econômica Federal, Petrobras, e muitas outras, mostram que a preocupação com a governança corporativa deve ser tratada com prioridade.

As práticas corporativas irregulares e abusivas acontecidas recentemente resultaram em crises econômicas no Brasil e no exterior, (ROSSETTI e ANDRADE, 2005) e estes escândalos financeiros pressionam e demandam pela adoção das boas práticas de governança corporativa com a finalidade de buscar a confiabilidade na eficiência da alta gestão para com resultados para a sociedade e o mercado investidor.

O cenário sócio econômico, cultural e político do Brasil não favorece o desenvolvimento do mercado de capitais em função da arraigada cultura do “*dono da empresa*” (MUNHOZ, 2013, p. 81), cabendo registrar que a existência de acionistas controladores “não é necessariamente maléfica para as empresas” ou para os acionistas minoritários, como leciona Alves (2015, p. 344) devendo haver governança efetiva para evitar que o principal retire benefícios privados exorbitantes da empresa ou mesmo descumpram regras de governança. Um exemplo notório desta situação é a que ocorreu com Abílio Diniz, que depois de vender o controle acionário do Pão de Açúcar para o Casino, e ainda ocupando a presidência da empresa, assumiu uma cadeira no conselho da BR Foods que era um de seus maiores fornecedores, instalando um conflito de interesses que não foi aceito pelo novo grupo de controle acionário, Casino (VALOR, 2015). Estes fatos levam a pesquisa a buscar alternativas no acordo de acionistas para se alcançar os níveis de governança adequados para os modelos societários brasileiros.

O direito empresarial e a governança corporativa têm abordagens diferentes quanto a publicidade do acordo de acionistas. Dentro das regras legais, em tese, o acordo de acionistas é considerado um contrato particular celebrado entre sócios e mantido em sigilo quanto ao seu conteúdo e aos seus participantes, por entender que ele pertence ao campo do direito privado e ao direito dos contratos, interessando apenas para as partes signatárias, (ABRAÃO, 2015). No entanto, pelos princípios da governança corporativa, e da regulação da Comissão de Valores Mobiliários, os acordos de acionistas devem ser publicados para o conhecimento de todo o mercado investidor de modo que qualquer interessado tenha acesso com transparência aos seus



termos já que ele regula as relações de poder da empresa que possui ações em bolsa de valores (CVM, 2002).

A governança corporativa apresenta um conjunto de instrumentos destinados a aperfeiçoar as práticas da alta administração, notadamente no que se refere às relações societárias, com a finalidade de patrocinar a eficiência econômica da sociedade, através de um maior equilíbrio de poder e forças entre acionistas para o benefício dos resultados da empresa e utilidade de todos os seus sócios. Por isso, acredita-se que o acordo de acionistas, como instrumento de governança, pode ser estratégico para incentivar o aproveitamento do potencial do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas.

A concentração de poder do principal que acumule a função de agente, coexistindo com um conselho de administração eleito por ele e a ele vinculado, desloca a competência das instâncias de aprovação, e o julgamento da prestação de contas do agente para o corpo acionário, que pode atuar pelas assembleias, como previsto em lei, e preventivamente através do acordo de acionistas. Haverá situações onde o assunto exigirá aprovação da assembleia de acionistas, no entanto alguns poderão ser resolvidos por previsão contratual contidas no referido instrumento.

#### IV. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação está organizada da seguinte forma: introdução, referencial teórico, metodologia, análise de dados, registro dos resultados e considerações finais.

A introdução se subdivide em problema de pesquisa, objetivo geral e objetivos específicos e na justificativa teórica.

Na sequência o quadro teórico que aborda os pontos relativos ao surgimento e evolução da governança corporativa numa perspectiva histórica, a governança corporativa contemporânea, a teoria da agência, os conflitos de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários, quando este acumula a função de agente, o conflito de interesses entre acionistas e agente, a remuneração do agente, a delegação e as limitações ao poder decisório do principal quando este acumula a função de agente, as transações entre partes relacionadas, a falta de independência do conselho de administração quando este nomeia e influencia as deliberações do CA.

A metodologia é descrita em seguida demonstrando os critérios que foram adotados para análise dos dados e o caminho trilhado para responder a pergunta de pesquisa.

Na sequencia foi apresentada a análise dos dados e apresentado as discussões dos resultados procurando-se debater e construir uma crítica sobre as informações trazidas pela pesquisa.

A conclusão a respeito da análise dos dados vem ao final, demonstrando as contribuições teóricas e práticas, e as recomendações de pesquisas futuras.

## 2 QUADRO TEÓRICO DE REFERÊNCIA

O referencial teórico a seguir vai apresentar primeiramente as razões do surgimento da governança corporativa e em seguida, as teorias que levaram ao desenvolvimento dos instrumentos de governança ao longo da história de empresas reais que já foram objeto de pesquisas acadêmicas no mundo ocidental além da evolução das legislações e regulações que trataram do assunto a partir do século XX.

### 2.1 SURGIMENTO E EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A empresa holandesa Companhia das Índias Ocidentais fundada em 1621 por cristãos calvinistas de Amsterdam foi a primeira empresa que se conhece que teve ações subscritas por particulares. Ao eleger um conselho de administração (CA) com 19 membros a Companhia das Índias Ocidentais se tornou o primeiro caso conhecido de empresa que adotou uma das estruturas da governança (CA) e que até hoje faz parte das recomendações das instituições reguladoras para todas as empresas de capital aberto. Embora tenha feito grandes conquistas, a companhia tomava dinheiro emprestado dos acionistas e deixou de distribuir dividendos desde 1628. Sua dívida alcançou 18 milhões de florins e em 1791 a empresa faliu e o governo holandês adquiriu as ações das mãos privadas, para logo em seguida, fechá-la (BORDO; CORTÉS CONDE, 2001). Estes acontecimentos já demonstravam que a administração das empresas enfrentava desafios de sobrevivência, e que quando os negócios entravam dificuldades, o governo era chamado para remediar a situação.

No Brasil, a primeira empresa de capital aberto de que se tem notícia foi o Banco do Brasil, fundado em 1808 por Don João VI, quando a família real portuguesa se mudou para o país e fez aqui a sede do império. O imperador lançou ações, e muito embora poucas tivessem sido compradas por investidores particulares, o banco possuía acionista minoritários. No retorno da família real lusitana a Portugal em 1821, o Banco do Brasil foi saqueado pela coroa, que levou todas as reservas para a Europa e os acionistas minoritários foram lesados. O livro sobre A História de 200 anos do Banco do Brasil (BANCO DO BRASIL, 2010), registra os saques da coroa, as fraudes, o descalabro administrativo e os desmandos financeiros como a causa da liquidação do banco em 1833. Historiadores da época teriam apontado que a liquidação do Banco do Brasil foi um erro, e em consequência dessas críticas, muitos esforços foram empreendidos para recriar o banco. No entanto, as tentativas de abertura de capital para sua recriação foram um fracasso devido

à desconfiança dos investidores que ainda guardavam na memória o trauma das perdas sofridas. O episódio impediu que se pudesse obter os recursos privados suficientes para integralizar o capital mínimo necessário para abertura de um novo banco. Em 1853, outro Banco do Brasil foi criado pelo barão de Mauá, tendo sido fundido com o Banco Comercial do Rio de Janeiro. Em 1893, as assembleias de acionistas aprovaram a união do Banco do Brasil com o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil criando o Banco da República do Brasil. Finalmente, o Decreto 1455 de 30 de setembro de 1905 aprovou os estatutos do atual Banco do Brasil e após entendimentos com os acionistas privados e autorização do Congresso Nacional, o governo passou a deter 50% do capital e o seu controle administrativo (BANCO DO BRASIL, 2010). Em que pese a destruição e a recriação da instituição, o Banco do Brasil foi o primeiro caso de funcionamento de uma empresa de capital aberto do país fornecendo lições claras sobre os efeitos causados pelas práticas de gestão e atuação do acionista controlador em detrimento dos acionistas minoritários na condução dos negócios.

Outras instituições financeiras privadas de capital aberto foram criadas ainda durante o segundo império, mas havia questionamentos sobre a concessão dada a banqueiros porque estes faziam uso da instituição para beneficiar suas próprias empresas (BANCO DO BRASIL, 2010). Isto é as empresas de capital aberto serviam ao acionista controlador e não respeitava os direitos dos acionistas minoritários.

Embora este trabalho não pretenda analisar especificamente empresas financeiras, faz-se o registro deste caso pelo valor histórico para se compreender o problema de pesquisa proposto envolvendo a governança corporativa. Outras razões para trazê-los, são o fato de que estes relatos do século XIX já deixavam clara a necessidade e importância da governança ou mais precisamente quais foram os efeitos da sua falta. Problemas de governança não foram exclusividade brasileira como se viu da Cia da Índias Ocidentais da Holanda, e se verá mais adiante, eventos similares ocorridos em outros países.

No início do século XX, nos Estados Unidos, em sua obra “Main Street and Wall Street”, Ripley (1927), apontava os problemas de governança oriundos da separação entre propriedade e controle, quando criticou o fato das empresas estarem sendo controladas por empregados que agiam com arbitrariedade, em conflito de interesses e abusos no exercício do poder nas organizações atuando de modo “egoísta com propósitos ilegítimos” (RIPLEY, 1927, p. 3) sem prestar adequadamente contas aos acionistas e sem divulgar os resultados das empresas nem como eles eram obtidos. Em sua crítica ao agente não acionista, o autor escreveu “a tarefa presente da lei é nada menos que reabilitar o indivíduo – para não fazer o subordinado independente do seu

superior” (RIPLEY, 1927, p.4, tradução nossa) e acrescentou que os negócios modernos independentemente do tamanho ou da especialidade, não poderiam ser regulados de modo servil pela lei no interesse dos poderosos. Ripley (1927) apontou a necessidade de fiscalizar o que os empregados fazem nos negócios. No entanto ressaltou que a complexidade das atividades das modernas corporações poderiam não ser bem compreendidas pelo acionista comum. Para ilustrar seu ponto, Ripley (1927) apontou situações complexas de combinações de negócios, dando um exemplo, que aborda uma operação em que as ferrovias compraram minas de carvão (p. 6), demonstrando que a análise da pertinência do empreendimento podia não estar ao alcance do acionista leigo comum. No entanto, o autor enfatiza que a “sociedade não poder suportar ter alguns indivíduos detentores de poder em nome de milhares de pessoas, sem que estes tenham responsabilidade pessoal” pelos seus atos, e que não era aceitável numa sociedade democrática que houvesse homens que não estivessem sujeitos a lei – referindo-se aos dirigentes das grandes corporações (p. 7) que não pagavam pelos seus erros escondendo-se sob o nome da empresa. Na percepção de Ripley (1927), os homens de negócios, cometiam contravenções e erros, ficando encobertos pelo manto da organização sem nunca responder pessoalmente com seu patrimônio privado por tais erros. Em conclusão a obra de Ripley pregou pelo “estabelecimento do princípio legal de que um homem não tem o direito de cometer erros como membro de uma corporação do mesmo modo que não o tem como indivíduo” (RIPLEY, 1927, p. 15, tradução nossa); e defendeu o direito de todo homem poder dizer não, e recusar-se a cometer erros em nome de outros. Na visão do autor esta lei libertaria o homem de pensar que agindo corretamente estaria apenas defendendo o interesse social, mas estaria de fato agindo assim em defesa si mesmo. Ripley acusou a corrupção política como fonte das lacunas legais e dos interesses das grandes empresas na concepção das leis, e preconizou a necessidade de padrões contábeis, controles societários, auditorias independentes, responsabilidade corporativa, impostos e diversos outros mecanismos que acabaram influenciando as legislações americanas subsequentes a respeito.

Na análise de Ripley (1927) os principais administradores da organização não detinham propriedade na sociedade, mas exerciam o poder em razão da pulverização da titularidade das ações. No caso da presente pesquisa, o principal da empresa é sócio controlador e acumula a função de agente, incorrendo, no entanto, em relação aos acionistas minoritários, nos mesmos problemas de agência e conflitos de interesse já elucidados por Ripley.

Ainda no início do século XX, Adolf Augustus Berle Jr, educador, advogado e diplomata americano, professor e pesquisador da Universidade de Harward, voltou os seus estudos para a questão de conflitos contratuais entre produtores rurais e proprietários de terras utilizadas na

cultura da cana de açúcar na República Dominicana. Na Conferência de Paz de Paris, em 1919, Berle advogou pelos países menores, defendendo-lhes o direito de autodeterminação. Nesta época, Berle já demonstrava o interesse por compreender como os menores se relacionavam com os poderosos, justificando a preocupação com a assimetria entre atores de um mesmo cenário. Mais tarde, como professor de direito corporativo da Escola de Direito da Universidade de Columbia, em conjunto com o economista Means, escreveu a obra publicada em 1932, “A Corporação Moderna e a Propriedade Privada”, aplicada para estudos de Governança Corporativa. Berle também foi embaixador dos Estados Unidos no Brasil entre 1945 e 1946.

Naquela época, Berle começou a demonstrar como os proprietários menores se relacionavam com os mais poderosos justificando a preocupação desta pesquisa com este tipo de relação entre fortes e fracos, e ao modo como o poder empresarial se relaciona com os sócios que não estão no comando da empresa.

No trabalho de pesquisa sobre a separação entre a propriedade e a administração das organizações, Berle e Means (1932), registraram que até o século 19, a maioria das empresas, se constituíam em propriedade privada de um único proprietário ou de um pequeno grupo de indivíduos os quais geriam seus negócios em benefício próprio, ou nomeavam seus prepostos para fazê-lo no interesse exclusivo de seus sócios. O tamanho destas empresas era limitado e se restringiam a dar retorno aos seus poucos acionistas. Este modelo de organização foi substituído no século 20 por um formato de propriedade onde grandes organizações passaram a atrair inúmeros investidores os quais se tornam seus sócios transferindo a sua poupança pessoal para capitalizar essas empresas. No conjunto, esses indivíduos investidores aportam valores expressivos para as corporações que os destinam para sua exploração econômica. Desta forma, as novas organizações passaram a concentrar o investimento de centenas ou milhares de pessoas e seus executivos passavam a administrar centenas de relações com *stakeholders*. Estas empresas dirigidas por um controle central podiam ser chamadas de impérios econômicos que perpassam fronteiras geográficas. Grandes organizações podem controlar economias maiores que as riquezas de alguns países (BERLE e MEANS, 1932, p. 5). Neste contexto a poupança popular foi voluntariamente transferida para a gestão das corporações onde o poder decisório tem a responsabilidade de remunerar seus investidores.

De acordo com Berle e Means (1932), as grandes corporações do início do século XX inauguraram um novo tipo de propriedade e uma nova forma de organização produtiva, concentrando atributos econômicos e de poder ao mesmo tempo em que se constituem em grandes instituições sociais. Eles também acreditavam que o crescimento das grandes empresas alcançaria

escalas inimagináveis, (BERLE e MEANS, 1932), o que de fato ocorreu. Registram que as grandes organizações passariam a influenciar a economia e o comportamento das pessoas e observaram que em todas as eras a propriedade exerceu um papel central na influência e nos interesses pelo poder social. Os historiadores de todos os tempos mencionaram a importância das questões relacionadas aos interesses dos sócios e o controle das empresas, na medida em que inúmeros indivíduos passaram a ter interesse nos resultados da organização. A transferência de poder dos investidores para as mãos dos agentes dirigentes e administradores da empresa, alterou o antigo sistema de propriedade e transferiu a eles, a administração do resultado a distribuição e o consequente retorno do investimento do acionista (BERLE e MEANS, 1932). A empresa moderna concentra total poder de controle sobre a gestão dos recursos pertencentes a inúmeros investidores individuais que renunciam a direção de sua própria fortuna cedendo-a para àqueles que controlam a organização em que investiram, esperando receber dividendos futuros (BERLE e MEANS, 1932).

O fenômeno que levou a multiplicação de proprietários, investidores das corporações, deu origem a separação entre a propriedade e o controle, ao menos para aqueles que não exercem a administração do negócio. Esta separação ocorre em diversos graus: “para o agente que dirige a empresa e possui a maioria do capital votante não há separação entre propriedade e controle; no entanto para o restante dos acionistas que não estejam no comando da empresa, a propriedade está separada do controle” (BERLE e MEANS, 1932, p. 6). Em alguns casos o principal<sup>1</sup> detém apenas uma pequena parcela das ações, suficiente, no entanto, para exercer o controle. No caso das demais ações encontrarem-se pulverizadas por um grande número de indivíduos que não exercem o controle, efetiva-se a separação. Este fato “pode levar o principal a se perpetuar no poder” (BERLE e MEANS, 1932, p. 6) e agir de forma centralizada, e em proveito próprio, nem sempre respeitando os interesses dos demais acionistas, investidores minoritários.

Para Berle e Means, (1932), um novo conceito de corporação emergiu do crescimento das organizações empresariais cuja propriedade é dinâmica e transferível entre pessoas. Na medida em que a propriedade das empresas não é permanente, a propriedade passou a ser despersonalizada o que simultaneamente implica na sua objetivação, isto é, a empresa passa a assumir uma vida independente de seus proprietários como se não pertencesse a ninguém. A despersonalização da propriedade destaca a propriedade da posse da empresa e leva ao ponto em que a empresa se torna

---

<sup>1</sup> O significado de “Principal” no dicionário jurídico americano é: “A fonte da autoridade ou direito.” Ou, “A primeira pessoa responsável.” traduzido, (Black’s Law Dictionary, 5ª. edition, 1979, West Publishing Co, 1979, p. 1073).

uma instituição com caráter próprio, não só em termos empresariais, mas também em termos sociais (BERLE e MEANS, 1932). De um lado envolve a concentração de poder no campo econômico e de outro lado, deságua na “interrelação de uma larga gama de interesses econômicos daqueles que fornecem o capital, os trabalhadores que produzem os produtos que serão valorados pelos consumidores e acima de tudo isso envolve a gestão do poder” (RATHENAU, 1918, p. 120), traduzido.

Diante da grande concentração de poder nas organizações e da diversidade de interesses, emerge uma batalha para regular o seu exercício e proteger os diversos interesses envolvidos. Existe um contínuo desejo de poder ao mesmo tempo em que surge um interesse que o poder seja exercido de modo a servir aos interesses individuais. Para Berle e Means (1932), a concentração de poder tem seu valor na criação das organizações, no entanto, há necessidade de se reconhecer e proteger outros interesses e a existência da pressão social para que o poder seja exercido em benefício dos envolvidos, no caso das empresas, em prol dos acionistas, inclusive os minoritários. Nas economias capitalistas demanda-se que a pessoa que exerce o poder nas organizações deva aceitar a responsabilidade de promover o bem-estar daqueles que estão ligados na sua existência como os investidores, os trabalhadores, os consumidores e a sociedade. Pressiona-se para que o poder seja exercido de forma a respeitar os objetivos de todos.

No início do século 20, as reflexões sobre a governança corporativa consideravam as premissas de que na medida em que as organizações empresariais crescem e se fortalecem, o poder se concentra nas mãos de poucas pessoas levando a demanda crescente pela maior responsabilização do seu corpo diretivo (BERLE e MEANS, 1932). Como tradicionalmente as empresas pertenciam somente a poucos acionistas, seus únicos interessados a serem reconhecidos como destinatários da atividade empresarial, aplicava-se às empresas os direitos de propriedade privada. Desse modo, quem exercia o controle da empresa podia operá-la em seu exclusivo interesse. Com o crescimento populacional e o desenvolvimento de novas tecnologias, cresceram também as necessidades sociais para grandes investimentos em rodovias, ferrovias, portos, infraestrutura, entre outros, o que gerou novos desafios empresariais. Para fazer face a estes grandes investimentos, surgiram os novos modos de formação de capital com recursos de investidores, e passou-se a laçar mão da poupança de outras pessoas para alavancar o capital das organizações dando lugar ao surgimento do mercado de ações, onde pessoas que dispunham de poupança poderiam adquirir uma pequena parte da propriedade de empresas, tornando-se acionistas minoritários delas (WEBB; BRAHMA, 2015). Esta dinâmica modificou o princípio da propriedade privada forçando o reconhecimento dos interesses daqueles que não tem o controle da



organização, mas contribuem para compor os recursos financeiros necessários para sua sobrevivência e desenvolvimento. Neste contexto, o principal perdeu o monopólio da empresa para ter que levar em conta os interesses dos demais investidores: os acionistas minoritários. Esta nova realidade abriu caminho para um grupo maior de pessoas que apesar de não possuir o controle da empresa, reclamam uma participação ativa alegando que a organização não serve apenas ao grupo de controle, mas a toda a sociedade (BERLE e MEANS, 1932). Esta nova dinâmica do exercício do poder nas empresas parece essencial para a sua sobrevivência com respeito a todos os acionistas, notadamente os minoritários, oriundos do público investidor.

Berle e Means (1932) cunharam a expressão “*quasi-public*” (quase pública, em português) para referir-se às empresas que possuíam propriedade dispersa e contavam com um grande número de acionistas que podiam comercializar suas ações em balcão. Esta expressão “*quasi-public*” também remetia a forma com que as corporações deveriam ser geridas, isto é, admitia-se o interesse público dos inúmeros acionistas investidores da propriedade empresarial para nortear a forma com que deveriam ser administradas, atendendo-se aos interesses do público onde encontram-se os acionistas minoritários e também legítimos participantes da propriedade da organização.

Mais tarde o governo americano ao justificar a necessidade da regulação da negociação de ações através do *Securities Exchange Act of 1934* (Ato da Bolsa de Valores, em português), passou a considerar o comércio de ações de interesse público conforme constou da exposição de motivos do ato mencionado, afirmando que a necessidade de regulação de “transações de securitização comumente conduzidas como comercialização de ações e operações de mercado de balcão são essencialmente de interesse público nacional”, tradução nossa. A partir deste ato, o governo americano mostrava que as transações de ações afetam interesses do público, o que justificaria o controle pelo estado.

O Ato da Bolsa de Valores de 1934 foi precedido pelo Ato de 1933 (*Securities Exchange Act*), que já delineou diversas regras de mercado para a comercialização de títulos como ações, títulos do tesouro, mercado futuro, hedge, notas promissórias e do tesouro, regulando as diversas modalidades de negociação de papéis. Ambos os atos foram editados na sequência da crise de 1929, que havia levado a falência empresas e indivíduos de todo o mundo ocidental (DOUGLAS e BATES, 1933). No Ato de 1933 (*Securities Exchange Act of 1933*) o Congresso Americano justificou sua regulação com o objetivo de promover a eficiência, competição e a formação de capital, em defesa do interesse público e na proteção dos investidores (edição atualizada de 5 de

abril de 2012). O Ato de 1934 veio reforçar a necessidade de defesa do interesse público proposto pelo ato de 1933.

O “*Investment Company Act*” de 1940, aprovado pelo Congresso Americano, na sua versão revisada de 2004, se constituiu no que se pode considerar o código comercial americano, e reafirmou a natureza pública das empresas de capital aberto já estabelecida no Ato da Bolsa de Valores de 1935, que disciplinou como sendo de utilidade pública as companhias e suas subsidiárias que são afetadas pelo interesse público nacional americano (SEC, 2004). O mesmo ato determinou a divulgação dos relatórios das empresas e quando eles não ocorressem seriam consideradas perpetradoras de abusos contra investidores.

Pode-se verificar que os atos de regulação americanos já apontavam para o reconhecimento da necessidade de regulação das relações entre acionistas e com quem transaciona com ações enfatizando a influência que tais negócios causam à economia das pessoas.

Desse modo, estabelecido o interesse público nacional pela regulação americana através do Ato da Bolsa de Valores de 1934 e seguintes, as empresas daquele país passaram a ser chamadas de empresas públicas em razão de possuírem ações negociadas em bolsa. As empresas que possuem mais de 500 acionistas são obrigadas a registrarem-se na bolsa de valores e passam a se chamar empresas públicas. Em contraposição às empresas de capital aberto pública, os americanos consideram empresas privadas as empresas que pertencem a um único dono ou a uma família, ou ainda são empresas que possuem poucos acionistas ou são de pequeno porte e não comercializam ações no mercado aberto (DAVIS, 2012).

No Brasil, as empresas consideradas públicas são aquelas que estão sob o controle do Estado nos termos do Decreto Lei nº. 200/67 alterado pelo Decreto Lei 900/69 e exploram atividade econômica por força de contingência ou conveniência administrativa estatal. Algumas destas empresas possuem capital aberto, outras não. São exemplos de empresas públicas de capital fechado o Correio - Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos e a Caixa Econômica Federal (BRASIL, 1969).

Outras empresas que possuem capital estatal e concomitantemente possuem investidores privados são chamadas de empresas de economia mista, como, por exemplo, o Banco do Brasil e a Petrobrás. Essas empresas emitem ações comercializáveis em mercado de balcão e foram constituídas como sociedades anônimas sendo consideradas na sua estrutura legal como empresas de economia mista, mas são tratadas como empresas privadas no tocante a conduta exigida pelo mercado de ações. De qualquer modo, as empresas de capital aberto no Brasil também são

responsáveis pela gestão da poupança popular, pois recebem recursos de investidores e devem prestação de contas a todos os acionistas, inclusive aos minoritários.

Embora as empresas brasileiras de capital aberto possam não ser consideradas públicas no Brasil, os seus livros contábeis e sociais o são por disposição legal, como ocorre com os livros de todas as demais modalidades de empresas nacionais. Desde o Código Comercial de 1850, no art. 10 já se determinava a publicação dos livros de escrituração contábil. A legislação atual também exige que seja realizado registro dos livros empresariais bem como seus estatutos nas Juntas Comerciais dos Estados onde tiverem a sua sede. A lei ainda exige a publicação do balanço societário das empresas de capital aberto nos meios de comunicação de grande circulação, envio dos relatórios financeiros para a Bolsa de Valores (BRASIL, 1976; CVM, 2002; IBGC, 2014), e publicação no sitio de internet da empresa, quando houver.

A Comissão de Valores Mobiliários, CVM (2003), autarquia encarregada de regular o mercado de ações, em sua Instrução CVM nº 400 de 2003, consolidada e atualizada, definiu que a regulação visa:

assegurar o interesse público do investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas (CVM, 2003, p.1),

Esta regulação expressa o reconhecimento do interesse público, e a exigência de transparência quanto ao desempenho dos negócios, tanto para o público em geral, quanto para seus acionistas.

O administrador empresarial, que exerce a função de comando na organização é chamado pela governança corporativa de agente. Ao assumir a direção das empresas de capital aberto, o agente assume responsabilidades perante a sociedade, seus acionistas, empregados e outros *stakeholders* (BERLE e MEANS, 1932). Ele é responsável por atuar com transparência, diligência, prestação de contas, responsabilidade social, conformidade legal e equidade (IBGC, 2015), quesitos previstos pelas boas práticas de governança corporativa para desincumbirem-se de suas obrigações, o que nem sempre acontece. A ocorrência de desvios e fraudes podem ser nte vistas pelos escândalos financeiros oriundos de má administração e a prática de crimes com os recursos financeiros das empresas que não são detectados nem prevenidos a tempo pelos mecanismos de governança existentes.

Como se constata dos registros históricos e do conteúdo das leis brasileiras, o legislativo já revelava a preocupação com as relações entre acionistas, embora a expressão governança

corporativas ainda não fizesse parte dos textos. Havia um esforço, principalmente dos órgãos públicos não só do Brasil, mas também de outros países como EUA, Inglaterra, Alemanha, entre outros, em regular o mercado de ações de forma a resguardar o interesse dos acionistas.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA CONTEMPORÂNEA

O resgate histórico retro aponta que o agente que exerce sua função de forma destacada da propriedade é tratado como alvo da governança corporativa. Ocorre que no contexto empresarial brasileiro atual o agente não deve ser foco da preocupação do mercado acionário apenas quando ele comanda a empresa de modo separado do controle acionário. Quando o principal exerce a função de agente em decorrência de sua condição de acionista controlador da empresa, sua conduta também necessita de regulação porque nesta condição ele concentra a totalidade do poder e suas decisões podem ser tomadas em detrimento dos interesses dos demais acionistas, notadamente os minoritários, que podem questioná-las.

Considerando-se que um dos objetivos da governança é regular o relacionamento entre sócios, e que o acordo de acionistas é uma das formas de tratar as respectivas questões, de forma diversa daquela prevista na teoria da agência clássica, isto é, quando a agência é exercida de forma não destacada da propriedade, utiliza-se dos aprendizados obtidos naquela teoria consagrada.

Como visto no capítulo anterior, embora a governança corporativa tenha estado no centro de diversas pesquisas acadêmicas e tenha sido tratado por algumas legislações como as do Brasil, Inglaterra e Estados Unidos entre outros países, o tratamento deste assunto passou para os interesses regulatórios com maior ênfase a partir da década de 1970 quando a expressão Governança Corporativa apareceu nas disposições da “*Securities Exchange Commission*” (Comissão de Comercialização de Ações americana) no ano de 1976. Estas disposições trataram da responsabilização dos dirigentes empresariais relativamente a má conduta de gestores no comando das empresas. (SEC, 1976). Na atualidade, vários códigos e recomendações de governança corporativa têm sido emitidos e alguns deles serão examinadas a seguir.

Na Inglaterra o Lord Cadbury foi nomeado pelo Conselho de Relatórios Financeiros da Bolsa de Valores de Londres em 1991 para tratar de aspectos financeiros da governança corporativa em razão daquele conselho estar preocupado com a baixa confiança nos relatórios financeiros das empresas listadas na bolsa de Londres. O Conselho também questionava a real habilidade dos auditores de assegurar o conteúdo dos relatórios financeiros por eles auditados em função da ausência de padrões contábeis consistentes e a possibilidade de diretores apresentarem

relatórios nem sempre verificáveis. O comitê presidido por Adrian Cadbury foi encarregado de levantar a situação e produzir um relatório o qual acabou formulando um código de práticas recomendáveis para dirigentes, conselhos de administração e fiscal sobre suas condutas na gestão das empresas. Este relatório foi apresentado sob o nome de “*The Financial Aspects of Corporate Governance*” cujo título pode ser traduzido para o português como “Aspectos Financeiros da Governança Corporativa” e ficou conhecido como Relatório Cadbury. Nas justificativas do projeto Sir Adrian Cadbury afirmou que as empresas que praticam as regras de governança corporativa podem conferir maior clareza a respeito das responsabilidades de seus dirigentes o que traria maior confiança aos investidores.

O Relatório Cadbury definiu governança corporativa como sendo “*o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas*” e tomou o cuidado de apresentar o papel de cada órgão da estrutura de governança necessário para o funcionamento das empresas.

A partir do relatório inglês, houve diversos esforços empreendidos por pesquisadores e instituições dedicadas a regular o funcionamento dos mercados acionários no sentido de proporcionar conhecimentos e regras para definir padrões de relatórios e de conduta de dirigentes empresariais. Nas pesquisas que se seguiram a governança corporativa foi conceituada e retrabalhada para refletir os anseios da academia sobre o assunto como se pode observar a seguir.

A Professora Hillary Sale, da Universidade de Cornell, Estados Unidos, concebeu a governança corporativa com uma abrangência maior do que aquela defendida por Cadbury referindo-se “ao balanço de poder entre executivos, diretores e acionistas” (SALE, 2004 p. 460).

Ao longo das últimas décadas os interesses sobre a Governança Corporativa se intensificaram, principalmente em razão de escândalos financeiros que prejudicaram o mercado e causaram prejuízos a acionistas. Em razão destes fatos diversos governos, bolsas de valores e organismos regulatórios nacionais e internacionais passaram a emitir regulações sobre o tema.

Nos Estados Unidos, o Congresso americano aprovou em 2002 a Lei Sarbanes-Oxley que se tornou conhecida como SOX, com o objetivo de impor exigências de conformidade legal, transparência, e senso de justiça, na condução dos negócios, “prevendo rigorosas punições para quem causar danos ao sistema financeiro americano, e dessa forma, recuperar a confiança dos investidores prejudicados pelas empresas fraudulentas” (SILVA e SEIBERT, 2015, p. 34). A SOX determinou a obrigatoriedade da prestação de contas, a divulgação periódica das demonstrações financeiras, a instituição de comitê de auditoria e transparência nos movimentos acionários decorrentes das informações privilegiadas, vedou empréstimos pessoais entre as empresas e seus

dirigentes; recomendou a adoção de código de ética e impôs penas severas em caso de ocorrência de fraudes (SEC, 2002).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2004) também publicou suas diretrizes sobre governança corporativa com o objetivo de orientar governos, bolsas de valores e empresas quanto a necessidade de adotar práticas de governança corporativa com padrões globais, e definiu-a como sendo o sistema de controle e direção das corporações onde são distribuídas as responsabilidades entre seus diversos integrantes: os acionistas, conselho de administração, diretores e outros interessados. A OCDE deu foco na definição de governança corporativa nas relações entre os diferentes participantes da corporação, enfatizando, dentre eles os acionistas.

A Comissão de Valores Mobiliários definiu governança corporativa nas suas recomendações, como: “O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas — como investidores, empregados e credores —, facilitando o acesso ao capital.” (CVM, 2002). Pode-se perceber do texto da CVM que a defesa do mercado de capitais está no centro dos seus objetivos. A definição ainda aportou como primeira parte interessada os investidores. Este conceito vinculou a definição de governança aos acionistas e aos interesses, primeiramente da empresa, para gozar dos benefícios do capital aberto (CVM, 2002), que nada mais é do que receber investimentos baratos oriundos da poupança popular. Dessa forma a CVM deixou claro que a adoção da governança corporativa se constitui em credencial para o acesso ao mercado de capitais.

A governança corporativa também foi conceituada como um conjunto de mecanismos destinados a assegurar a boa gestão dos investimentos em prol dos acionistas (CARVALHO, 2002; CHAGAS, 2007; MONTEIRO, 2003).

Sabe-se que comparativamente os recursos oriundos do mercado de ações são mais baratos para as empresas do que seriam se o capital fosse obtido de outra fonte, como por exemplo, empréstimos bancários, isto porque não incide em juros sobre os recursos obtidos com a venda de ações, nem pressupõe devolução (WEBB; BRAHMA, 2015). O investidor que adquire ações tem apenas a expectativa de fazer jus a partilha do lucro, e o valor dos papéis são recuperados e remunerados quando forem revendidos ao mercado.

Os desenvolvimentos históricos e regulatórios mostraram que a governança tem no centro de sua abordagem as questões relacionadas ao exercício do controle da organização (BERLE; MEANS, 1932; CADBURY, 1992; RIPLEY, 1927), onde se pode incluir o relacionamento entre sócios e entre estes e os agentes (CVM, 2002; IBGC, 2014; OCDE, 2004). A utilização dos

mecanismos da governança visa assegurar que todos os sócios sejam informados com transparência quanto ao desenvolvimento dos negócios, dos resultados financeiros da empresa e que todos os envolvidos sejam tratados com justiça, recebendo cada um, a parte que lhe couber por direito (SEC, 2002). A governança corporativa preza ainda pela responsabilidade da organização e seus administradores quanto as consequências sobre as atividades exploradas pela empresa no que diz respeito a sociedade, o meio ambiente, as pessoas e as demais partes interessadas (IBGC, 2014)

Existem acionistas que se envolvem na vida da sociedade participando das assembleias, votando, decidindo e controlando a empresa, e existem acionistas que adquirem suas ações em bolsa visando a renda, a valorização das ações e a respectiva liquidez, como leciona Perin Junior (2004) em seu estudo A Proteção do Acionista Minoritário. As relações de poder entre eles são complexas em função dos diferentes interesses individuais onde os especuladores criam expectativas de exercerem seu direito de recesso; os rendeiros pressionam pela distribuição de lucros e os empreendedores lutam para impor suas opiniões na gestão dos negócios. As relações de poder entre os diferentes tipos de acionistas potencializam os conflitos de interesses, e clamam pela busca de composição equilibrada para permitir que a sociedade continue atraindo recursos. A boa gestão das relações de poder se constitui em valor fundamental para o desenvolvimento da sociedade e traz benefícios aos sócios e aos seus interesses aglutinantes, (PERIN JUNIOR, 2004).

A proteção legal da Lei das Sociedades Anônimas (LSA) é conferida a todos os acionistas e foi intensificada nos últimos 15 anos no Brasil cujo teor procurou reduzir as desigualdades entre majoritários e minoritários visando diminuir a desconfiança dos investidores que buscam a certeza de que correm apenas riscos econômico-financeiros próprios da atividade explorada pela empresa, não admitindo serem enganados quanto a natureza e a qualidade das transações realizadas pela sociedade. A falta de convicção quanto a lisura dos negócios resultam na perda de liquidez do mercado e prejudicam a todos. A LSA (BRASIL, 1976) construiu um conjunto de normas voltadas para a proteção do acionista minoritário sem sacrificar a livre ação dos administradores, indispensável ao funcionamento e a viabilidade da empresa. A criação da Comissão de Valores Mobiliários teve a finalidade de moralizar e fiscalizar o funcionamento do mercado de ações. (PERIN JUNIOR, 2004).

Com a abertura da economia brasileira a partir da década de 1990, com os processos de privatização, as empresas passaram a receber capital estrangeiro, e iniciou-se um processo de fusões incorporações e transformações resultantes da venda das empresas estatais criando um contexto societário novo também com o fortalecimento dos fundos de pensão. Os antigos

privilégios dos principais foram reduzidos pela sua responsabilização civil por atos ilícitos, condutas abusivas e a realização de atividades estranhas ao objeto social da companhia. De qualquer forma, mesmo que haja a intensão legal de proteção do mercado acionário e dos investidores, há sempre lacunas, e criatividade que podem enfraquecer os direitos dos minoritários e ocorrem inúmeras possibilidades de fraudes. Perin Junior (2004) aponta como exemplos de atividades lesivas aos minoritários a prática dos acionistas controladores de utilizar recursos materiais da empresa como imóveis, automóveis, aviões, e equipamentos em benefício próprio e de sua família; a criação e uso de caixa dois; o uso de informações privilegiadas em proveito próprio; a constituição de empresas pessoais com denominação idêntica; a prática de nepotismo; condutas irregulares; abusivos aportes de capitais para diluir a participação acionária dos minoritários; a não distribuição de lucros e a formação de reservas desnecessárias em detrimento dos minoritários; a falta de convocação dos minoritários para as assembleias; e políticas dos acionistas controladores em benefício próprio em prejuízo da controlada onde os minoritários são sócios. (PERIN JUNIOR, 2004). Acrescente-se a isso, a prática de corrupção política e o envolvimento de empresas em crimes empresariais comprometendo a perenidade da empresa.

O cenário descrito por Berle e Means (1932), de separação da propriedade e controle da gestão, ainda não se materializou no Brasil, onde a dispersão acionária é tímida como afirma Marcelo Barbosa (2013) no seu texto O Direito Essencial de Fiscalização da Gestão dos Negócios Sociais, em Estudo Sobre a Lei das Sociedades por Ações, exigindo fiscalização, como também ocorre com as empresas na Alemanha e Japão onde a concentração acionária é distinta daquela vista nos Estados Unidos.

O direito de fiscalização da companhia por parte dos acionistas tem conteúdo econômico que visa salvaguardar o patrimônio social para assegurar a geração de lucros e é prerrogativa do acionista receber informações detalhadas sobre os fatos referentes a gestão dos negócios. O mecanismo de acesso a informação é essencial para o acionista assegurar o regime de deveres e responsabilidade dos administradores. Num cenário de fiscalização ineficaz os agentes teriam menos incentivos para respeitar regras de conduta (SILVA, 2013).

Dentre os aparatos de fiscalização encontra-se divulgação de informações como prevista em lei e consagrada, desde o artigo publicado pelo Ministro da Suprema Corte Americana BRADEIS *apud* (SILVA, 2013 p. 19) que cunhou a frase “A publicidade é, com justiça, reconhecida como o remédio para todos os males sociais e industriais; a luz do Sol é tida como o melhor dos desinfetantes”.



O objetivo da divulgação das informações da sociedade através de relatórios anuais é apresentar aos acionistas os resultados da empresa e os motivos que os influenciaram, indicando o reflexo de mudanças regulatórias eventos relevantes de mercado, modificação das atividades, troca de administradores e outras situações que exerceram impacto sobre os resultados da companhia. Os acionistas têm o direito de questionar os administradores sobre os pontos que acharem relevantes assim como podem examinar os livros contábeis (SILVA, 2013) para conhecer em detalhes os movimentos da companhia e eventualmente reclamar seus direitos, ou até mesmo regular a conduta da direção.

Os conceitos de governança estudados revelam que as práticas e mecanismos disponíveis para a gestão e o controle das empresas não se destinam apenas às organizações onde haja separação entre a propriedade e o controle, mas devem ser empregados em todos os tipos de sociedades, inclusive naquelas onde o principal acumula a função de agente.

No próximo capítulo será tratada a teoria da agência abordando o modo pelo qual se concebe o seu exercício.

### 2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência foi primeiramente elaborada como sendo o contrato em que o principal vincula o agente para prestar serviços no interesse do sócio delegando-lhe autoridade para tomar decisões (JENSEN e MECKLING, 1976).

Para Hart (1995), a governança corporativa tem lugar na ocorrência de duas condições, sendo a primeira, o problema de agência e o seu conseqüente conflito de interesses diante do principal; e o segundo, os custos de transação. Hart (1995) parte da premissa presente na literatura sobre governança corporativa da busca pela determinação do ótimo equilíbrio entre a eficiência do agente e a geração de risco para o principal. Dentro desta perspectiva, Hart preconiza a necessidade de o principal firmar contrato com o agente especificando detalhadamente as condições sob as quais a agência deve ser exercida, prevendo o mais abrangente possível todas as questões envolvendo as atividades e as decisões a cargo do contratado. O contrato deveria prever em quais situações o agente pode ou deve ser substituído, quais devem ser as regras para que o agente possa comprar ou vender ativos, e até mesmo a forma como deve tratar empregados antigos ou mesmo de que modo pode dispensá-los, e assim por diante. O contrato de agência deveria ser abrangente para regular todas as situações que possam ocorrer. Se o principal e o agente assinarem um acordo com as regras que norteiam o exercício da agência, haveria pouco espaço para o papel da

governança. Na visão de Hart (1995), a governança corporativa idealmente só teria seu papel quando as ações e decisões do agente no futuro não tiverem sido especificadas de forma adequada no contrato inicial, situação em que pode gerar a necessidade de se socorrer da governança que provê o caminho para regular as ações e decisões do agente. A governança seria importante apenas, se os problemas de agência ocorressem pela incompletude do contrato de agência. Diante desta visão, Hart indica que o custo da elaboração do contrato detalhado de agência é significativo em razão de três fatores principais: o primeiro diz respeito ao custo de prever as diferentes situações que podem ocorrer durante a relação contratual no exercício da agência e planejar como lidar com elas; a segunda refere-se a necessidade de negociar com os outros sobre estes planos; e a terceira, refere-se ao custo de escrever os planos de modo que eles possam ser exigidos por terceiros, como por exemplo um juiz, no caso de ocorrer uma disputa entre agente e principal. Devido a estes elevados custos e complexidades, as partes não escrevem contratos abrangentes e detalhados, mas sim contratos incompletos que terão lacunas e falta das previsões necessárias para as futuras ações do agente e, em alguns casos, nem isso. Num ambiente onde os contratos são incompletos, e os problemas de agência estão presentes, a governança corporativa passa a exercer o seu relevante papel. O liberalismo da escola de Chicago defende que se os fundadores das companhias adotarem estrutura de governança eficiente podem maximizar o retorno dos investidores mesmo na ausência de contratos perfeitos (HART, 1995).

Mesmo havendo boas razões para acreditar-se na maximização dos resultados no desempenho das funções do agente, há sempre uma preocupação de que o agente nem sempre agirá no interesse do principal. No entanto, a teoria da agência sugere que “o principal pode limitar as divergências em relação ao agente estabelecendo incentivos adequados para que o agente seja monitorado” (JENSEN e MECKLING, 1976) e possa deste modo, minimizar os riscos de cometer desvios que prejudiquem os interesses dos acionistas. Os incentivos pagos pelo principal ao agente em benefício dos interesses do contratante não garantirão que as decisões tomadas pelo agente recebam a concordância plena do principal.

Para o principal os custos de agência se constituem no ônus de monitoramento, geralmente realizado pela adoção de supervisão por conselho de administração que deverá definir as estratégias a serem implementadas pelo agente, além de observar e medir as suas ações; o principal deverá controlar a alocação de recursos feita pelo agente para satisfazer suas próprias preferências; acompanhar a forma com que o agente nomeia seus vice-presidentes e diretores, onde nem ele, nem o principal conseguem vigiar seus comportamentos, implicando em perdas nem sempre mensuráveis; instituir regras quanto aos orçamentos sob a responsabilidade do agente;

definir os limites de assunção de riscos; instituir auditoria externa para avaliar a conformidade das demonstrações financeiras; prever o pagamento de bônus e despesas de representação ao agente além de assumir perdas residuais inerentes as ineficiências do processo de gestão. O escopo do contrato de agência e do custo envolvido repercute na determinação do equilíbrio contratual que caracteriza o relacionamento entre o agente e o principal (JENSEN e MECLING, 1976).

Kerstenetzky (2007) em seu estudo sobre A natureza da firma contemporânea: O problema da governança corporativa, à luz da história do pensamento econômico, mostra que a unificação do exercício do controle e agência no que chama de gerente-proprietário, remete ao século XIX, e analisa que o objetivo buscado na gestão de uma empresa é a maximização dos resultados no interesse do acionista.

Embora a teoria dos direitos de propriedade que levou ao desenvolvimento da teoria da agência mostre que o relacionamento contratual se afigure como a possibilidade mais eficiente para regular o relacionamento entre principal e agente, é forçoso reconhecer que ambos os lados “buscam maximizar seus interesses” (CHANLAT, 2011, p. 153) e sendo a empresa um ambiente complexo, defende-se a ideia de que “é mais eficiente separar o controle das decisões de gestão das decisões de controle” (CHANLAT, 2011, p. 154).

A Teoria da Agência considera a existência de duas situações, onde a primeira leva em conta que principal e o agente, cada um *per si*, procuram maximizar sua utilidade e a segunda postula que ambos “são suscetíveis de se beneficiarem da incompletude dos contratos” (CHANLAT, 2011, p. 156) reconhecendo assim a possibilidade de uma das partes levar vantagem indevida em detrimento da outra. No entanto, é ilusório pensar que a apropriação de benefícios econômicos diretos ou indiretos, por parte do agente que possam representar conflito de interesses com o principal pode ser fácil de detectar. Por exemplo, o agente pode querer se dedicar a aprender novas tecnologias, ou se dedicar a atividades criativas para compreender a existência de uma nova oportunidade de investir os recursos da companhia, levando ao consumo de seu tempo onde possa incorporar certa utilidade para o agente, mas pode resultar em benefício discutível para a empresa. (JENSEN e MECKLING, 1976).

Uma das questões periféricas, mas ainda assim importantes, na análise do comportamento do agente trata da captação de benefícios discricionários utilizados pelo agente para reforçar a sua posição como, por exemplo, “preferir o crescimento do seu volume de negócios ao lucro” ou utilizar um quadro de profissionais maior para reduzir a sua própria carga de trabalho, e incorrer em riscos para a empresa, decorrentes desta postura. (CHANLAT, 2011, p. 157).

A Teoria da Agência é permeada de estudos relacionados ao possível oportunismo potencial do agente no desempenho de suas atividades a frente da firma. A complexidade da gestão dos negócios pode levar a situação de efeito perverso do sistema regulamentar, onde o risco moral e o risco de negligência, nem sempre são possíveis de se prever para todas as situações em que possam acontecer na prática, e possam gerar erros prejudiciais aos interesses do acionista. Na ocorrência de lacuna legal ou contratual (CHANLAT, 2011, p. 158), abrem-se oportunidades para a exploração estratégica de situações não previstas, e que podem dar causa ao abuso, fraude, e comportamentos usurpadores. A partir desta crítica de Chanlat (2011), é útil levar-se em conta que as práticas de governança não devem considerar apenas a visão do principal, que é o objetivo primeiro da relação de agência, mas deve considerar também os demais fatores envolvidos nos desafios que se apresentam como a conjuntura econômica, social, política, monetarista e matemática, em constante mutação. As estratégias complexas do mercado e da concorrência, e as limitações e fraquezas inerentes ao ser humano, donde decorre a necessidade de regulação contratual de sua conduta, podem ser feitas pelo acordo de acionistas. (CHANLAT, 2011).

Assim também, a preocupação com a assimetria de informações entre o agente e o principal está associada à divergência de interesses, e no entendimento de Gomes e Novaes (2006), pode ser tratada através da relação contratual.

Como mencionado uma das questões importantes da teoria da agência é o seu custo. Para Chen (2012), em seu trabalho “The Agency Problem and SG&A Costs” que pode ser traduzido como “O Problema de Agência e os custos das Despesas Gerais de Administração”, ao avaliar a remuneração do agente (CEO), concluiu que “quanto mais variável a remuneração, melhor será o alinhamento entre agente e principal”, (CHEN, 2012, p. 6) e que as assimetrias de custos demandam soluções através da utilização de mecanismos de governança que possam mitigar seus efeitos. (CHEN, 2012).

Há que se ressaltar que em 1927, Ripley (1927) já apontava que nem sempre o acionista tem as habilidades necessárias para avaliar as decisões do agente, em razão da complexidade dos negócios, das constantes mudanças nos cenários econômicos, da urgência necessária para a tomada de decisões, e a ocorrência de oportunidades que surgem repentinamente, levando o agente a tomar decisões que podem não ser possíveis de ser compreendidas nas dimensões econômicas consequentes, nem se foram tomadas em benefício do principal. Cabe, no entanto, ressaltar, que nem todos os assuntos devem ficar na subjetividade do julgamento exclusivo do agente, e questões éticas como a definição da sua própria remuneração, contratação em conflito de interesses com partes relacionadas (*self dealing agreements*), independência do conselho de administração ou a

falta dela, necessitam de uma regulação (RIPLEY, 1927), principalmente se o principal acumula a função de agente.

Black (2000), no seu trabalho “*Brasil’s securities markets*” (Mercado de ações brasileiro), fez uma análise institucional do mercado brasileiro e afirmou ser necessária a regulação para que se possa garantir aos minoritários a liberação das informações amplas sobre as atividades da empresa para incentivar a confiança nos administradores e no principal garantindo que este não utilizará de operações de investimentos para retirar benefícios particulares em conflito de interesses com a companhia.

Na obra de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) afirmou-se que a proteção dos acionistas minoritários é o principal fator de incentivo ao mercado de capitais. No entanto é forçoso reconhecer que a tradição brasileira não favorece a união de capitais e o exercício do trabalho em benefício de terceiros e a cultura do “*dono de empresa*” gera “a tendência de concentração do capital e do controle da companhia, além da conseqüente alta capacidade de extração de benefícios privados do controle” (MUNHOZ, 2013 p. 81) em seu livro “Aquisição de controle na sociedade anônima”.

A LSA (BRASIL, 1976) estabelece que o agente, independentemente da sua condição de acionista deve dirigir as operações da empresa com padrão de conduta ética, empregando diligência de todo homem ativo e probo, dentro das atribuições que o estatuto lhe confere, para lograr os fins e agir no interesse da companhia (Art. 116, 152, 153 da LSA). Uma vez realizado o objeto social satisfazendo o interesse comum dos sócios e produzir riqueza para os acionistas, encontra-se a harmonização desejada pela governança corporativa instrumental (SIMÕES, 2003).

O sistema jurídico nacional tende a limitar a revisão judicial das decisões assembleares, reduzindo a revisão específica de eventual vício quanto a sua legitimidade, de onde recebemos os ensinamentos de Comparato (1977) que afirma que o exercício da atividade empresarial cabe ao titular do poder e só a ele e em certas situações pode sacrificar os minoritários por seus caprichos pessoais (COMPARATO, 1977). A perspectiva jurídica considerada por Comparato (1977) reforça a necessidade da utilização de instrumentos de governança capazes de harmonizar e compatibilizar os interesses das diferentes classes de acionistas regulando suas relações através de contratos capazes de superar as desconformidades inerentes às fragilidades estruturais da economia empresarial e do ser humano, social, antropológico e falível.

A abordagem de Jensen e Meckling (1976) procura compreender qual seria o tipo de contrato que poderia satisfazer melhor as partes envolvidas na relação de agência minimizando os custos e maximizando os seus benefícios, o que também deve considerar que havendo acionistas

minoritários, estes poderão se dar conta de que o acionista principal pode dispor o contrato de agência privilegiando seus interesses divergindo dos interesses dos minoritários.

Por um contrato de agência, o principal é o mandante e o agente o mandatário cujo mandato se destina a gerir os negócios de acordo com os interesses do acionista contratante. No entanto, quando o principal também exerce a função de agente, pode-se considerar que um eventual contrato de agência, seria um contrato onde a mesma pessoa estaria dos dois lados da avença. Daí surge o problema de pesquisa para analisar se há algum modo do principal que acumule a função de agente, possa oferecer certo conforto aos minoritários onde revele sua intenção de configurar seu poder decisório para assuntos sensíveis e se em sua seara de atuação possa mitigar potenciais conflito de interesses deixando clara a sua intenção de respeitar os minoritários com decisões éticas, sem abusos oportunistas que possam prejudicar o retorno do investimento dos minoritários. O principal pode dispor-se a celebrar um instrumento de governança como o acordo de acionistas para delimitar as políticas que regulam sua própria conduta, sua remuneração, a forma de contratação com partes relacionadas e a submissão à assembleia de acionistas dos assuntos sensíveis a conflitos de interesse.

### 2.3.1. Conflito de Interesses

O conflito de interesses entre o agente e o principal surgido da separação da propriedade e gestão deu origem ao desenvolvimento da governança corporativa (MONKS, 1991) e tem sido tratado pela lei, pelos códigos de governança corporativa e pelos contratos. No entanto, parece haver uma lacuna nos estudos e na regulação sobre governança, quanto ao fato de em alguns mercados, como é o caso do brasileiro, o principal com frequência ocupar também a posição de agente. Em decorrência desta circunstância, surgem situações de concentração de poder nas mãos do principal-agente, que elevam a percepção das desvantagens ocasionadas aos acionistas minoritários em relação a decisões tomadas em seu interesse exclusivo. Por este motivo, busca-se compreender os conflitos de interesse em primeiro lugar de modo geral e em foco específico da pesquisa de modo particular, quando ocorre entre acionistas especialmente quando o principal ocupa também a função de agente na organização.

A conceituação do conflito de interesses é formulada nos diversos campos da ciência e para alicerçar o raciocínio, buscou-se apoio em campos de pesquisa fora das ciências sociais, onde encontrou-se estudos que podem apoiar o embasamento conceitual fundamental para a compreensão da seriedade da questão do conflito de interesses, como é o caso da área da saúde,

onde questões éticas estão em contato direto com o bem maior que é a vida. Neste campo crucial da essência da busca pelo bem do ser humano, foram desenvolvidos alguns conceitos importantes sobre o conflito de interesse os quais são trazidos a seguir para embasar o raciocínio que mais adiante são tratados no campo da governança como interesses meramente econômicos.

Na aplicação da medicina concebeu-se que “o conflito de interesses ocorre quando uma pessoa apresenta um interesse secundário no resultado de determinada ação, sendo esse interesse é contrário ao de outra pessoa envolvida na decisão ou cujos resultados a afetam” (GOLDIN, 2002). Ocorre principalmente nas questões econômicas, onde uma das partes tende a ganhar lucro, enquanto a outra sofre prejuízo a sua própria saúde. O conflito de interesses tem despertado atenção na atualidade, vinculado especialmente a aspectos éticos (GOLDIN, 2002), onde decisões podem ficar comprometidas pelo julgamento tendencioso de alguém. A crucialidade da defesa da vida de uma pessoa nos dá a dimensão das graves consequências que o conflito de interesses pode causar quando se tomam decisões que privilegiam o rendimento financeiro tendencioso (do médico por exemplo) em prejuízo da saúde do paciente.

Abordando a questão do conflito de interesses sob os aspectos do exercício da medicina e da pesquisa científica, Thompson (1993), definiu o conflito de interesses como sendo o comprometimento do discernimento do julgamento profissional que possa ser influenciado indevidamente por um interesse particular secundário (THOMPSON, 1993). E, geralmente este interesse secundário é financeiro. O interesse primário é a saúde de uma pessoa, que pode ser comprometida pela atuação profissional do médico ou pesquisador que pode decidir de modo contrário ao devido para beneficiar seu próprio interesse financeiro, que é secundário, e por este motivo não deveria prevalecer sobre a relevância do interesse primário que tem a vida ou a saúde de outra pessoa como finalidade da decisão. Esta definição traz a reflexão que chama para a percepção de cada um quanto a potencial magnitude das consequências de decisões que afetam o bem mais relevantes de alguém – a vida. Qualquer pessoa pode ser vítima de uma decisão tomada em conflito de interesses, podendo perder a saúde ou a vida em benefício do interesse financeiro do médico ou do pesquisador.

No quadrante de interesses meramente econômicos, o direito define interesse como o fato que compõe circunstâncias relevantes de negócios composto pela manifestação da vontade, para produzir efeitos que afetam a sua validade e eficácia podendo escorregar para o campo da ilicitude (DINIZ, 2015). A razão desta definição, mostra que há fatos que projetam seus efeitos para além das manifestações de vontade com potenciais colisões de interesses contrapostos ou concorrentes (DINIZ, 2015). O mesmo autor afirma que o direito moderno tem se prestado a mediar os

interesses conflitantes diante das dificuldades dos comportamentos capitalistas para equacionar problemas derivados da tensão entre a concorrência de interesses e a colaboração nos contratos.

O IBGC (2015) caracteriza o conflito de interesses quando “alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização” (IBGC, 2015, p. 97).

A atuação econômica implica na atuação integrativa dos diferentes tipos de interesses e sofrem impacto da colisão entre as diversas necessidades dos interessados. A contenção do conflito de interesses pela harmonização das relações e pela eventual anulabilidade de negócio concluído por representante em conflito de interesses com o representado ou “a prática de contratos entre administrador e a própria sociedade, com interesses conflitantes, que chamam impropriamente de contrato consigo mesmo [...] podem contaminar a validade do ato ou resultar em perdas” para alguém (SILVA, 2013).

A agremiação de sócios que contribuem com bens e valores em torno de uma organização societária e se compõe para a finalidade de produção de lucros oriundos da exploração econômica tem seu ponto final na partilha dos resultados auferidos. O arranjo da estrutura de poder para gerir a organização faz parte da equação societária e visa o desempenho econômico esperado pelo interesse dos sócios (DINIZ, 2015).

Andrade, (1977) deixou claro que os interesses comuns do grupo de sócios é o objeto alvo das decisões visadas pela empresa, e em última consequência pelo agente. No contexto corporativo a tomada de decisão pelo agente deve ser livre do vício (defeito) do conflito de interesses. As previsões da LSA (BRASIL, 1976) impõem que o interesse da empresa deve prevalecer sobre outros interesses, como os do agente, do principal ou qualquer outro interesse alheio ao objetivo social, no sentido definido entre os sócios.

O conflito de interesses pode ocorrer entre acionista controlador e acionistas minoritários, entre principal e administradores, entre principal e outros atores das relações corporativas (KRAAKMAN, 2009). Todos os tipos societários podem experimentar conflitos de interesses de diversas naturezas (SILVA, 2013). O conflito entre sócios ou grupo de sócios majoritários e minoritários tem proteção legal contra expropriação.

O conflito entre sócios controladores e agente surge do desalinhamento entre os interesses de ambos e pode ser regulado por contrato e pelos princípios da governança corporativa. Os conflitos entre sócios e terceiros contratantes da sociedade deve respeitar os direitos destes terceiros, credores, empregados e consumidores, como afirma Silva (2013) na obra *Direito Societário, Estudo sobre a Lei das Sociedades por Ações*.



Este tipo de conflito de interesses tem sido tratado pela doutrina jurídica, e soluções para contornar os prejuízos decorrentes do conflito de interesses entre principal e agente estão propostos nas estratégias regulatórias, tanto nas leis quanto pelos órgãos reguladores como a CVM, e pelos instrumentos de governança destinados a reprimir abusos e oportunismos como a eleição e destituição dos administradores, políticas de incentivo com remuneração variável, opção de ações, e instrumentos de controle como necessidade de verificação das contas do agente pela auditoria e aprovação pelo conselho de administração, que funcionam para mitigar os efeitos dos conflitos de interesses ou o exercício inadequado da agência com o objetivo de prevenir prejuízos aos acionistas (SILVA, 2013).

A contribuição do direito à ciência da administração e a governança corporativa, acrescenta meios de tratar os desvios éticos perniciosos do exercício da agência *a posteriori*. Isto é, diante de fatos prejudiciais já ocorridos, os minoritários podem buscar a justiça para ressarcir-se dos efeitos deletérios das decisões viciadas e dos contratos celebrados pelo agente em prejuízo da empresa que resultará em prejuízo aos dividendos pagos aos minoritários (SILVA, 2013). No entanto, parece possível minimizar os riscos da incidência de decisões do agente prejudiciais aos minoritários, pela utilização preventiva do acordo de acionistas como instrumento de governança que possa regular os casos sensíveis onde os conflitos de interesse possam ser mitigados.

Os riscos inerentes ao exercício da agência são alargados quando o principal acumula a função de agente em razão de concentrar todo o poder. Esta característica presente no mercado brasileiro de ações se constitui no contexto do presente estudo e nele serão empreendidos esforços em busca de formas de se mitigar o conflito de interesses surgido desta concentração de poder pela utilização do acordo de acionistas como instrumento de governança corporativa.

Os pontos sensíveis escolhidos por este estudo para serem tratados pelo acordo de acionistas dentro do contexto descrito correspondem aos temas tratados pela teoria da agência e que abrange algumas das preocupações societárias no contexto da pesquisa listados abaixo:

- a) A forma de escolha do agente e a regulação de sua remuneração direta e indireta do principal-agente, quanto suas despesas pessoais, mordomias corporativas e remuneração variável;
- d) Limitações do poder decisório a respeito de alienação do patrimônio da sociedade e assunção de dívidas, investimentos, e a forma de submissão de tais assuntos a assembleia de acionistas;
- e) Alçadas e autonomias para as transações com partes relacionadas ou auto negociação – *self dealing agréments*, quando o principal e agente resumirem-se na mesma pessoa;

- f) A forma de aprovação das contas do agente no caso da falta de independência do Conselho de Administração nomeado por ele
- g) A forma de eleição e proporção de conselheiros independentes
- h) A forma de prevenir e tratar os conflitos de interesses surgidos no exercício do controle da empresa e da agência
- i) O tratamento a ser dado para as hipóteses de competição entre empresas do mesmo grupo quando o controle está nas mãos da mesma pessoa
- j) Clausulas encontradas nos acordos de acionistas e que possam agregar maior segurança à governança corporativa.

A questão da remuneração do agente tratada como custo de agência por Jensen e Meckling (1976), Core, Holthausen, Larcker (1997), quanto a remuneração do CEO e, por Chen (2012), quanto as despesas gerais de administração, mostraram a relevância deste tema ser regulado por instrumento de governança corporativa uma vez que quanto menor a governança, maior é a remuneração do executivo principal (CORE, 1998), podendo influenciar no resultado da empresa e em consequência, na rentabilidade dos dividendos a serem pagos aos minoritários.

A necessidade da regulação da limitação de poderes decisórios do principal-agente por acordo de acionistas se deve a falta de independência do conselho de administração nomeado pelo principal e pela necessidade de serem examinadas por órgão independente da gestão. As decisões que envolvam alienação e comprometimento dos ativos da sociedade e as contratações em conflito de interesses entre classes de sócios não devem ser permitidas ao agente sem supervisão de um conselho de administração independente, ou na falta da desejada independência pela assembleia de acionistas, em virtude do risco de ocorrer extrapolação decisória em prejuízo dos demais acionistas, além da possibilidade do principal-agente se perpetuar no cargo pelos benefícios que não lograria obter de nenhuma outra forma. Esta medida visa evitar que ele se aproveite de situação corporativa para obter privilégio ou benefícios indiretos indevidos (CASTRO, 2015; COMPARATO, 1995).

A falta de independência do conselho de administração introduzido pela alteração da LSA deve ser examinada pelas consequências que pode causar a uma empresa cujo principal concentra o poder de agente ainda nomeia o conselho de administração. Esta situação resulta no comprometimento da independência do CA para supervisão necessária às estratégias negociais e adequada verificação e aprovação das contas do agente (CASTRO, 2010).

As decisões a respeito dos interesses de classes distintas de acionistas, como por exemplo, negociações ações ordinárias em contraposição com interesses de acionistas preferenciais,

somente podem ser controladas se os minoritários dispuserem de direito de veto (KRAAKMAN; GILSON, 2012) nas assembleias, o que nem sempre é possível dada a pulverização das ações preferenciais no mercado e falta de força numérica dos minoritários.

Por outro lado, nem todas as decisões do dia a dia da empresa tem a possibilidade concreta de serem levadas para as assembleias de acionistas. Os acionistas minoritários não detêm poderes de administrar os negócios da empresa, mas tem o direito de votar no interesse da companhia (SILVA, 2013), da mesma forma que o principal, podendo, no entanto, seu voto minoritário ser insuficiente para impedir as decisões que lhe sejam prejudiciais em face da maioria votante do principal. Desta situação na qual o interesse pessoal do minoritário passa a ser oposto ao interesse do principal-agente em face da dificuldade numérica, levanta-se a necessidade do acionista principal, no exercício do poder decisório, dispor de instrumentos regulatórios factíveis que o leve a preservar o dever de zelar pelos interesses da empresa e diligenciar para que os interesses dos acionistas minoritários sejam respeitados.

O dever de lealdade para com a empresa decorre de imperativo legal do art. 115 da Lei das S/As (LSA) (BRASIL, 1976) que considera abusivo o voto exercido com o fim de causar dano a 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.

O exercício do direito de voto, sua limitação, a proibição do abuso de poder e a regulação dos conflitos de interesses com a sociedade no contexto decisório e assemblear são bem regulados pela legislação brasileira e de outros países que preveem a possibilidade de impugnação *a posteriori* dos votos abusivos, nos casos de vantagens particulares antagônicas com os interesses sociais, assim definidos pelo conjunto dos sócios, que lesem a empresa ou seus outros acionistas (SILVA, 2013). Resta, contudo, uma lacuna subjacente a regulação legal no tocante aos benefícios lícitos, mas não ilimitados, permitidos ao principal-agente, mas que não pode ser destituído de limites, nem imune a controle.

Embora lícitos, o poder decisório, a remuneração, os benefícios inerentes ao agente, e as eventuais contratações com partes relacionadas, devem ser regulados com clareza por mecanismos de governança, que podem ser previstos em contrato como o acordo de acionistas. Estes acordos devem ser divulgados ao mercado notadamente para os acionistas minoritários para permitir um controle externo dos custos de agência e do desempenho do principal.

### 2.3.2 Remuneração do Agente quando Este Também é o Principal

Core, Holthausen e Larcker (1997) constataram que as empresas com estruturas de governança não efetivas assumem maior custo de agência e quando as estruturas de governança são fracas o desempenho da empresa e o retorno das ações são menores.

O custo de agência está intimamente relacionado com a remuneração do agente devido a potencial perda de valor da empresa quando o agente perseguir a maximização da sua utilidade e a falta de política definida para o pacote de remuneração do executivo principal, a falta de definição de mandato, idade de aposentadoria compulsória, planos de sucessão, associado a uma fraca estrutura de governança resulta em desempenho pobre da empresa (JENSEN e MECKLING, 1976).

A concessão de benefícios exagerados ao agente pode deteriorar o valor da companhia do mesmo modo que a liberdade para o agente decidir sobre seus benefícios indiretos pode afetar os interesses dos acionistas, e prejudicar a perenidade da empresa (ROSSETTI e ANDRADE, 2014).

A maximização da riqueza do agente pode conflitar com o interesse do acionista, mas, esta situação não ocorre apenas quando há a separação entre propriedade e gestão. Nas situações onde o principal acumula a função de agente, encontra-se presente uma característica *suigeneris*, onde o principal estaria na confortável posição de contratar consigo mesmo. Isto é, o principal, acumulando a função de agente, pode influenciar o conselho de administração que é quem deve aprovar a sua remuneração e definir benefícios diretos, indiretos e bônus no exercício da gestão, beneficiando-se dos dois lados da relação, tornando o custo de agência questionável perante os demais acionistas e na comparação com o mercado. Nestas circunstâncias, cabe a reflexão se o principal-agente deveria ter plena liberdade de definir sua própria remuneração e tomar decisões cruciais para o negócio sem qualquer crivo crítico.

Nas políticas corporativas das grandes empresas multinacionais ninguém pode aprovar benefícios ou despesas para si próprio. Há sempre uma instância de aprovação fora do domínio de controle do beneficiado (MUNTERS MANAGEMENT MANUAL, 2008; SOLVAY MANAGEMENT BOOK, 2014; SOLVAY CODE OF CONDUCT, 2014).

Nos países onde a propriedade é dispersa, o agente é remunerado de forma a alinhar os seus interesses com os interesses dos acionistas. Já nos países onde a estrutura de capital é concentrada como nas empresas de controle familiar, o principal pode implementar um esquema de remuneração do agente em benefício apenas do grupo de controle (BEBCHUK, FRIED e WALKER, 2001; MORCK; YEUNG, 2003), permitindo a expropriação da riqueza do acionista minoritário (BARONTINI; BOZZI, 2010; COHEN; LAUTERBACH, 2008; DYER JR; WHETTEN, 2006).

Numa relação exclusivamente profissional entre principal e agente, espera-se uma estrutura eficiente de remuneração, atrelada ao desempenho do agente na gestão da empresa, bem como o uso expresso da remuneração variável para incentivar a desempenho do agente; EISENHARDT, 1989; KOCHHAR, 1996. A remuneração variável é o instrumento mais utilizado nos contratos de agência para assegurar o alinhamento entre os interesses do agente aos dos acionistas. No entanto, sendo o agente ao mesmo tempo o principal, é necessário encontrar-se um caminho viável para assegurar uma equação justa e a valor de mercado para atender as peculiaridades da relação principal-agente versus minoritários, podendo ser via acordo de acionistas.

### 2.3.3 Delegação de Limitações do Poder Decisório do Principal Quando Este Acumula a Função de Agente

Nas situações onde o agente é um profissional de mercado sem titularidade acionária, é usual que as empresas assinem contrato de agência definindo a remuneração, o bônus, a delegação de autoridade e poder, (JENSEN e MECKLING, 1976) incluindo as atribuições e alçadas para tomada de decisões por parte do executivo. A preocupação com um adequado contrato de agência e um correto pacote de remuneração objetivando o alinhamento das decisões do agente em prol do principal, decorrem do receio da transferência de riqueza entre o principal e agente, o que justifica os custos de agência. Por esta razão, não há nenhum motivo para acreditar-se que se o principal for também o agente, os riscos de agência deixariam de existir. Desta forma, considerando-se que o corpo acionário, proprietário da empresa é mais amplo do que a titularidade do controle e possui outros acionistas além do principal, não há razão para abrir-se mão de um contrato que possa dispor de um regramento para o exercício da agência, o que não pode ficar a cargo exclusivo do principal-agente, mas pode ser remetido à instância auto regulatória através do acordo de acionistas.

A delegação de poder, os limites de alçada para comprometimento e/ou alienação de patrimônio da empresa, a assunção de dívidas que comprometa o patrimônio social, bem como de outros contratos onerosos que possam refletir na saúde financeira da organização devem ser reguladas a fim de evitar-se a deterioração do patrimônio de todos os acionistas. Na busca por evitar-se que o principal que nomeia o conselho de administração (CA) seja beneficiário da relação de comando entre este e o órgão aprovador, as opções viáveis e válidas para regulação destas questões também podem ser tratadas em sede de acordo de acionistas que é em última instância do corpo proprietário da empresa.

Leite (2006) registra que a princípio, a Teoria da Agência apresenta dois aspectos conflitantes em prol da solução da questão da agência que são a redução dos riscos para os investidores e o aumento da participação dos acionistas nas decisões estratégicas da empresa. Desta forma, fica aberto o espaço para que através da utilização do acordo de acionistas se possa realizar o almejado envolvimento de todos os proprietários nos destinos da companhia.

#### 2.3.4 Transações Entre Partes Relacionadas quando o Principal Acumula a Função do Agente

De acordo com Adam Smith, “é no natural equilíbrio dos egoísmos que repousa a base da cooperação entre os diferentes e igualmente individualistas agentes do mercado” (SMITH, *apud* BARRETO, 2009, p. 94, em RAVACHE; ESTELLITA; RAMOS; em Revista do BNDES 35, junho 2011, p.342).

A análise feita pelos advogados do BNDES (RAVACHE, ESTELLITA E RAMOS, 2011) sobre o Conflito de interesses e benefício particular em matérias sujeitas a deliberações em assembleias de sociedades anônimas, vigora o princípio de que o acionista não pode decidir em causa própria, de acordo as disposições do art. 115 da Lei das SAs (BRASIL, 1976). Inspeccionando as posições doutrinárias a respeito, os autores mencionados apontam a (i) legalidade de situações afirmado que “o que a lei não autoriza é que, figurando no polo oposto da relação contratual, em situação contraposta à da sociedade, o acionista vote em deliberação relativa àquele contrato, representando ambas as partes” (SOUZA, 2005, p. 78). Apontam também que a CVM em decisão proferida no Processo 13.179/09 deixou claro seu entendimento de que nas operações com partes relacionadas sujeitas a deliberação da assembleia que trata de benefício particular de sócio, o beneficiário não deve votar devido ao risco desta pessoa se desviar do interesse comum da sociedade, conforme dispõe o art. 115 da LSA (BRASIL, 1976).

A quinta edição do Código de Melhores Práticas de Governança recomenda que a estrutura de governança preveja mecanismos para disciplinar as transações com partes relacionadas uma vez que neste tipo de situação sempre haverá conflito de interesse e os esforços para que sejam mitigados são mandatórios (IBGC, 2015).

Dessa forma, a criticidade das transações com partes relacionadas passa a exigir instância de deliberação independente, para que as operações sejam adequadamente avaliadas e bem conduzidas, a fim de manter a confiança dos investidores, incluindo-se aí, todos eles, inclusive os minoritários. As consequências devem ser um melhor aproveitamento dos benefícios para a

empresa e a manutenção da segurança do mercado de capitais (PINHEIRO, CARRIERI, JOAQUIM, 2012).

Em mais este ponto, propõe-se a adoção do acordo de acionistas como um dos mecanismos de controle preventivo deste tipo de transação, expressando a vontade dos proprietários das ações quanto ao modo que pretendem ver o assunto tratado e decididos no âmbito da sociedade.

### 2.3.5 A Falta de Independência do Conselho de Administração Vinculado ao Acionista Controlador, Quando Este Acumula a Função de Agente e a Influência as Deliberações do Conselho de Administração.

Pelos preceitos da governança corporativa é indispensável que o conselho de administração exerça os poderes e as atribuições com autonomia e independência para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social. Este princípio se choca com a previsão legal de vinculação de voto previsto no art. 118, par. 7º e 8º da LSA (BRASIL, 1976) que determina que os membros do CA exerçam a representação dos interesses do grupo de acionistas que os elegeram. A lei determina ainda que em caso de voto contrário, o presidente da assembleia poderá não computar o respectivo voto. A ideia de conselheiros independentes desvinculados dos acionistas suporta a tomada eficaz de decisões isentas e baseadas exclusivamente nos interesses da empresa e do mercado acionário. O questionamento dos atos da diretoria e o julgamento das prestações de contas dos administradores exigem imparcialidade a fim de permitir uma adequada análise dos negócios e avaliação dos executivos. Esta posição de independência livra os membros do conselho de sofrerem influências e pressões no exercício das suas funções, permitindo uma apropriada atuação. (LOBO, 2015).

Pelas recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, o conselho deve ser composto por membros com experiências, conhecimentos comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gêneros diversos para promover debates de ideias para propiciar uma tomada de decisão com qualidade e segurança. E ainda, os conselheiros devem ser independentes e não representar qualquer interessado; não devem ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital, também recomenda que o conselheiro não seja principal, nem membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até o segundo grau destes, nem ligados a organizações vinculadas ao IBGC, (IBGC, 2015). Quanto as atribuições do conselho estão: (a) o poder de definir as estratégias da organização; (b) o dever de decidir em favor

dos melhores interesses da empresa; otimizar o retorno do investimento no longo prazo; (c) buscar o equilíbrio entre as expectativas das partes interessadas; (d) deve estabelecer formas de monitorar permanentemente as decisões e ações empresariais e zelar para que o interesse da organização sempre prevaleça.

A vinculação normativa sobre o voto dos conselheiros de administração compromete a eficácia do desempenho esperado do órgão e acaba impedindo a independência e a imparcialidade necessárias nos julgamentos das contas e na análise da conduta dos membros da diretoria que detenham o controle acionário e que pode leva-lo a não se manifestar apropriadamente nas situações de conflito de interesses entre o executivo principal e a empresa devido ao fato do principal ter o poder de destituir o conselheiro. Como afirma Castro (2015) “a probabilidade de resistência é remota, ou mesmo inexistente, pois o controlador resistido poderá (i) isolar, lançando mão de expedientes legais, o foco contrário aos seus interesses ou (ii) simplesmente eliminá-lo de suas funções”. (CASTRO, 2015).

Um conselho de administração que seja eleito pelo principal-agente pode não atuar com imparcialidade e isenção comprometendo a qualidade das decisões tomadas em prol da empresa, quando o principal que o elegeu exercer também a função de comando supremo da organização. Os interesses primários da empresa poderão ser confrontados com os interesses dos conselheiros em se manter no cargo e na alçada de confiança do acionista que os elege (TOLEDO, 2015), o que pode causar sérios prejuízos para os resultados esperados pelos acionistas minoritários.

Além destes aspectos, tanto a B3 quanto o IBGC têm incentivado a separação dos cargos de Presidente da empresa (CEO) e presidente do Conselho de Administração para reduzir o efeito da dualidade do exercício das funções estruturais da governança o que propicia melhora ao valor da empresa e possibilita o desenvolvimento de mercados emergentes (OLIVEIRA E MOSER, 2015).

Alguns dos atributos mais relevantes das estruturas de topo das organizações são a sua capacidade de discernimento, habilidade visionária do comando, a imparcialidade, independência e assertividade para fazer escolhas e tomar decisões. O conselho de administração é sem dúvida, um órgão de topo que ocupa função de destaque nas organizações. Dentre as suas principais atribuições estão a definir as estratégias do negócio, adotar código de conduta e aprovar as contas do administrador (IBGC, 2015). No entanto, analisando fatos concretos acontecidos em empresas brasileiras, pode-se questionar o papel dos conselhos de administração das empresas Brasken, Odebrecht, OAS, UTC, OGX, Petrobras, e outras empresas envolvidas nos processos judiciais conhecidos como operação Lava Jato em que o Ministério Público Federal, pediu a prisão dos



presidentes destas empresas e a Justiça Federal condenou os seus executivos por terem praticado fraudes em licitações públicas, lavagem de dinheiro, corromperem autoridades e compactuarem com a expropriação de bens públicos e privados para benefício próprio. Algumas destas empresas encontram-se a beira da falência com prejuízos gigantescos para a economia do país, para os empregos e para seus acionistas minoritários, que não foram sequer informados de que modo estas empresas obtinham seus resultados, tudo conforme processos judiciais públicos (AÇÃO PENAL nº 50365283.2015.4.04.7000) (BRASIL, 2015), há outras ações no mesmo sentido. É salutar registrar que em acesso a página destas empresas como por exemplo: Odebrecht, OAS, UTC e outras, encontra-se a publicação de seus dados principais como número de empregados, faturamento, lucro, região de atuação, indicação da presença em vários países, e a publicação de código de conduta que prezam pela ética e moralidade mas, observa-se que não são respeitados pela própria administração do principal quem em várias situações também ocupam a função de agente. As declarações unilaterais de ética e moralidade não evitaram os acontecimentos revelados nas ações penais movidas pelo Ministério Público Federal como por exemplo, contra o presidente da Odebrecht.

Em relação a esta denúncia, a 13ª Vara Federal Criminal de Curitiba determinou o desmembramento para os crimes de corrupção, organização criminosa e lavagem de dinheiro envolvendo a UTC Engenharia, gerando nova ação penal – Processo Penal n.º 5025692-25.2014.404.7000, chave eletrônica – 282578470315. **Síntese:** Conforme as investigações apontaram, a UTC Engenharia, em conluio com a Odebrecht e a Projeto de Plantas Industriais (PPI) Ltda., formaram o Consórcio TUC e foram contratados, com dispensa de licitação, pela Petrobras para serviços e obras das Unidades de Geração de Vapor e Energia, Tratamento de Água e Efluentes do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro (COMPERJ). Em decorrência do esquema criminoso, os dirigentes do Consórcio e das empresas componentes, entre eles Ricardo Ribeiro Pessoa, destinaram pelo menos cerca de 1% sobre o valor do contrato e dos aditivos à Diretoria de Abastecimento da Petrobras, destes valores sendo destinada parte exclusivamente a Paulo Roberto Costa. Alberto Youssef teria intermediado o pagamento da propina, para tanto utilizando empresas que controlava como a GFD Investimentos, MO Consultoria e Empreiteira Rigidez, utilizando, para tanto, contratos de prestação de serviços simulados. (BRASIL, 2015, <http://lavajato.mpf.mp.br>).

O efeito da conduta do principal-agente da Odebrecht, participando por longos anos de corrupção ativa e lavagem de dinheiro arriscando o patrimônio da companhia levou a empresa a dificuldades financeiras como noticiam os principais portais de notícias econômicas como o G-1, ESTADÃO, VALOR, 2017, e outros periódicos, que para remediar obrigaram a empresa a vender a Odebrecht Ambiental e outros ativos. A OAS entrou em recuperação judicial enquanto o principal-agente cumpre pena por crimes empresariais. Assim, nestas empresas, os acionistas minoritários que adquiriram suas ações em bolsa de valores, não têm como contar com a esperada eficácia e desempenho almejado do conselho de administração, em razão do órgão estar cerceado da necessária independência.

Neste contexto da realidade brasileira, acredita-se que o acordo de acionistas possa dispor, não só dos assuntos previstos em lei para transação com ações e o exercício do poder de controle, mas também sobre as deliberações necessárias para atuar nas situações sensíveis ao conflito de interesses entre o principal-agente e os acionistas minoritários, bem como na definição da remuneração do principal; na contratação com partes relacionadas; delimitação da autonomia decisória e até mesmo na definição de independência do conselho de administração para aprovação das contas.

#### 2.4 O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa se ocupa, entre outros assuntos, de cuidar das relações entre sócios, do exercício do poder de controle, da gestão da sociedade, e da responsabilidade dos dirigentes da empresa. Sendo assim o acordo de acionistas é conexo com os objetivos da governança corporativa. A necessidade de tratar do exercício do controle da sociedade, deliberar sobre conflito de interesses na contratação entre partes relacionadas, a definição da autonomia e da remuneração do agente onde a posição é ocupada pelo acionista controlador, a deliberação sobre disposição do patrimônio societário, e assunção de dívidas, podem ser supridas pelas disposições do acordo de acionistas.

Conforme antes mencionado, a pesquisa de Silveira e Barros (2008), constatou que 70,8% das empresas brasileiras de capital aberto, responderam que não possuíam acordo de acionistas, o que abriu uma oportunidade para se pesquisar se o acordo de acionistas pode ser utilizado como instrumento de governança corporativa, e, se puder, de que forma ele pode ser utilizado para reforçar a qualidade da governança das empresas brasileiras.

A pesquisa empírica de direito comparado realizada por Massulo (2015) sobre o Acordo de Acionistas nas Empresas Abertas: A Comparação entre Estados Unidos e Brasil, constatou que as empresas brasileiras utilizam o acordo de acionistas “para coordenar decisões corporativas e vincular os votos dos administradores, de modo que as melhores práticas de governança corporativas muitas vezes são desconsideradas” (p. 403). Ao mesmo tempo aquela pesquisa constatou que os acordos de acionistas americanos são utilizados para aprovar operações específicas da companhia. Ao investigar o uso e o conteúdo dos acordos de acionistas dos dois países no contexto das companhias abertas de Estados Unidos e Brasil concluiu-se pelo uso dos acordos de acionistas em direito comparado.

Dentre as diversas formas de avença, acompanhamento da propriedade mobiliária e administração da sociedade previstos em lei, existe o acordo de acionistas típico, destinado inicialmente a tratar da compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle que deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede conforme preceitua o art. 118 da LSA (BRASIL, 1976). Este tipo de acordo também pode tratar de outras questões que sejam de interesse dos acionistas além daqueles já regulados por lei, quando o acordo é chamado de atípico, podendo ter num mesmo instrumento, ambas as características: acordo de acionistas típico e atípico (ABRAÃO, 2015).

O acordo de acionistas é um instrumento de natureza contratual destinado a regular as relações entre sócios e como contrato que é, tem a possibilidade de dispor amplamente das cláusulas norteadoras do relacionamento acionário, reger os contornos do exercício do controle da empresa conforme previsto no art. 118 da LSA.

O acordo de acionistas confere segurança jurídica às partes e pode incentivar o desenvolvimento socioeconômico nacional através da autoregulação societária, que pode colaborar para incentivar o mercado de capitais. O acordo de acionistas pode ser de caráter privado, celebrado entre sócios, e o direito inclina-se no sentido de considera-lo *parassocial* (ABRAÃO, 2015). A CVM determina a divulgação dos acordos de acionistas para informar com transparência o mercado de capitais. O IBGC através do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 5ª. Ed., recomenda que os acordos entre sócios devem estar disponíveis a todos os sócios da companhia (CVM, 2002; IBGC, 2015). Alguns juristas como Coelho (2015) defendem que o acordo de acionistas é um pacto particular e pode ser mantido em sigilo, o que contrasta com o posicionamento dos órgãos reguladores.

O arquivamento do acordo de acionistas na sede da companhia vincula a administração às suas disposições. Pode também ocorrer que acionistas não subscritores de acordo arquivado na

sede social sejam igualmente vinculados a ele se o seu conteúdo não prejudicar seus interesses pessoais na empresa (ABRAÃO, 2015).

Nas empresas onde o principal acumula a função de agente, o acordo de acionistas poderá especificar sua autonomia e as matérias que devem ser levadas para as assembleias além de prever a forma da tomada de decisões sobre assuntos que possam gerar conflitos de interesses com os acionistas minoritários. Sendo um contrato, o acordo de acionistas pode dispor livremente de todos os assuntos de interesse dos sócios, tendo como única limitação clausular de forma a respeitar a lei, que é a regra geral para todos os contratos (SIMÕES, 2003).

Antes de adentrar-se no tema do acordo de acionistas, propriamente dito, é necessário considerar que os interesses dos sócios são distintos dos interesses da sociedade, muito embora de forma indireta os interesses da sociedade digam respeito ao sócio devido aos resultados que ela gera e que podem chegar aos dividendos pagos aos acionistas. Para Simões (2003) o atendimento do interesse da companhia acontece pela realização do objeto social e o cumprimento dos deveres do principal deve respeitar os interesses dos sócios prioritariamente, especialmente quando considerados em contraposição a interesses de terceiros.

Deve-se considerar que existe um relacionamento entre sócios (de sócio para sócio) e outro entre os sócios e a sociedade (do sócio para com a empresa). O relacionamento entre sócios diz respeito a forma de tratamento mútuo como parceiros no capital e os interesses decorrentes desta condição, como a distribuição de dividendos, regras de convivência nas assembleias, etc., enquanto que o relacionamento entre os sócios e a empresa, diz respeito a forma de condução e controle dos negócios, como o poder de decisão autônomo ou compartilhado nos negócios, os assuntos que devem ser submetidos a assembleia de acionistas, por exemplo (SIMÕES, 2003).

A responsabilidade do acionista controlador de nomear o agente está prevista no art. 117 da LSA (BRASIL, 1976), o qual também o proíbe de conduta antiética que induza o agente à prática de ato ilegal que prejudique a sociedade ou os acionistas minoritários. O parágrafo terceiro, do mesmo artigo também define que o acionista controlador tem os mesmos deveres do agente quando exercer esta função.

O art. 147, II da LSA (BRASIL, 1976) prevê que não pode ser eleito administrador da companhia pessoa que tenha interesses conflitantes com esta. Nesta circunstância, pode acontecer que ao tempo da eleição do administrador não havia interesses conflitantes declarados ou aparentes entre ele e a sociedade, permitindo assim a sua nomeação. No entanto, pode ocorrer que durante o exercício da agência surja o conflito de interesses. Esta disposição legal dá margem para que se possa questionar se na superveniência do conflito de interesses o administrador deveria ser

destituído da função ou se o assunto objeto do conflito de interesses poderia ou deveria ser resolvido em outra instância corporativa como, por exemplo, em assembleia de acionistas ou pelo menos prevista sua forma de composição através do acordo de acionistas. (BRASIL, 1976).

A distinção do relacionamento que trata dos interesses entre sócios, diretores e destes para com a empresa no tocante a condução e controle dos negócios, se torna mais complexa quando o principal acumula a função de agente devido à dificuldade de separar o que o agente faz ou decide enquanto trata dos seus interesses particulares de acionista, em contraposição com as suas ações e decisões desempenhadas enquanto agente na condução dos negócios da empresa (GELTER e HELLERINGER, 2014). Deve-se identificar as decisões tomadas pelo principal-agente quando tratar dos interesses próprios deste, enquanto sócio, e as decisões por ele tomadas na empresa objetivando os interesses corporativos. Esta dificuldade de individualizar os dois tipos de decisões torna necessário uma previsão clara dos assuntos que contemplam a conduta do principal por um lado e pelo agente do outro. Por esta razão, quando houver um acordo de acionistas poderá ser previsto com clareza quanto ao escopo das decisões e responsabilidades do sócio principal que acumule a agência e suas ações nesta função. Os mecanismos contratuais como o acordo de acionistas devem servir a sociedade para as situações onde possam ocorrer divergências entre sócios evitando o rompimento da harmonia que os levou a serem sócios uns dos outros (PIMENTA, 2013).

O sistema de auto regulação é internacionalmente reconhecido como a forma mais eficaz de controle das atividades das organizações na esfera do mercado de valores mobiliários para incentivar a dinâmica do mercado e conquistar proteção aos investidores do que as regulações governamentais são. A eficácia das normas auto reguladoras tem origem no fato dos próprios interessados, envolvidos nos problemas existentes na prática dos negócios elaborarem suas regras, aproveitando suas respectivas experiências e possibilitando uma maior adequação às circunstâncias que lhes afetam visto que ao participarem das discussões dos próprios regulamentos, elevam sua aceitação, reduzindo assim a violação de suas cláusulas (EIZIRIK, 2015).

Existem pesquisas no exterior sobre o efeito dos acordos de acionistas para a governança corporativa o que justifica uma pesquisa no Brasil, em função das características da composição acionária concentrada das empresas brasileiras de capital aberto. Alguns aspectos destas pesquisas estrangeiras serão abordados a seguir.

Baglioni (2011) analisa empiricamente os acordos de acionistas assinados em um período de uma década na Itália, e registrou que as evidências mostraram que “alguns acionistas são

dispostos a abrir mão de poder votante em favor de outros participantes do acordo como forma de alcançar uma melhor estrutura de governança”. O acordo de acionistas colabora para reformular o poder votante e obter maior eficiência na sua alocação entre seus participantes. O autor acrescenta que os “acordos desempenham um papel importante nas corporações europeias e americanas”. Em particular ele permite aos acionistas alterar a proporcionalidade dos votos. Nesta abordagem Baglioni questiona os motivos pelos quais acionistas aceitariam reduzir seu poder votante, e a pesquisa italiana mostrou que alguns sócios veem neste mecanismo uma troca para reduzir a concentração de poder dentro da empresa porque um principal muito forte pode extrair benefícios privados da empresa sem ser submetido a qualquer forma de monitoramento efetivo ou controle, de outro lado um principal fraco pode não ser tão efetivo no monitoramento dos gestores (BAGLIONI, 2011). Nenhuma das duas situações é desejável, e uma redistribuição de poder tanto para fortalecer o poder de um principal fraco ou para limitar o poder de um principal muito forte pode contribuir para equilibrar a distribuição de poder entre todas as partes do acordo, o que leva a uma governança mais efetiva que deverá contribuir para o valor da empresa. Além destes aspectos o acordo de acionistas pode otimizar e coordenar as melhores decisões necessárias para a empresa e registra que quanto maior for o poder do principal, maior a probabilidade do acordo prever cláusulas que evitem que o principal concentre poder, Baglioni (2011).

Os pesquisadores norte-americanos Gomes e Novaes (2006) afirmam que ao utilizar o controle compartilhado entre diversos acionistas, as decisões corporativas cruciais são o resultado de uma negociação entre eles com efeitos positivos e negativos para o valor da firma. Por um lado, o processo de negociação pode prevenir que as decisões beneficiem apenas o principal ou o grupo de controle, mas acabe prejudicando os acionistas minoritários. Há também risco de paralização da empresa no caso de ocorrer inabilidade para negociação das decisões que devem ser tomadas. Bennedsen e Wolfenzon (2000) enfatizam que o acordo pode representar uma coalisão e alinhamento de acionistas capaz de robustecer o caixa da empresa de uma forma que não seria possível para um proprietário individual apontando para consequências positivas do instrumento.

Volpin (2002) afirmou que os acordos nas companhias abertas italianas oferecem melhor governança e uma maior razão Q. Laeven e Levine (2009) e Maury e Pajuste (2005) viram no acordo de acionistas o efeito do Valor de Shapley que é a proporcionalização dos custos e dos benefícios para cada participante do jogo. No conjunto cada participante ganha mais do que se estivesse atuando sozinho. E se não fosse dessa forma não haveria incentivo para colaboração conjunta (INVESTOPEDIA, 2016).

É necessário pontuar que a posição sobre o acordo de acionistas não é unânime. Gianfrate (2007) afirmou que o anúncio de um novo acordo de acionistas nas companhias italianas é negativo para o mercado de ações porque muitas vezes são utilizados para alavancar o poder de voto do principal. (GIANFRATE, 2007).

Da mesma da mesma forma como ocorre no Brasil, a legislação italiana impõe a divulgação dos acordos de acionistas das companhias abertas no órgão da autoridade do mercado financeiro Commissione Nazionale per la Società e la Borsa - Consob, (Comissão Nacional da Sociedade Anônima – Consob), e deve ser publicado na imprensa (BAGLIONI, 2011).

Como se pode ver nas pesquisas estrangeiras mencionadas acima, o acordo de acionistas pode ser utilizado tanto para moderar o poder do principal quanto para fortalecer a governança. As diversas visões sobre o acordo mostram que pode haver um lugar para sua adoção na governança corporativa. Do mesmo modo, o interesse pela utilização do acordo de acionistas nos diversos contextos societários internacionais indicou seu potencial de sua utilização no Brasil.

### 3 METODOLOGIA

Este capítulo apresenta os procedimentos utilizados para organizar os processos de obtenção e seleção de documentos e dados que serviram de base para a pesquisa.

Na primeira parte da pesquisa foi realizado o resgate do referencial teórico utilizando a bibliografia das teorias históricas e tradicionais da governança corporativa levantada a partir de autores consagrados que germinaram as principais sementes da governança corporativa no exterior. Foram utilizados no estudo teórico artigos científicos, dissertações e teses contemporâneos nos campos da economia, administração e direito que desenvolveram os temas relacionados a governança corporativa no Brasil e no exterior ao par das novas regulamentações.

Na segunda parte da pesquisa foram levantados documentos selecionados em base de dados secundária consistentes nos acordos de acionistas publicados no site<sup>2</sup> da BM&FBOVESPA pelas empresas de capital aberto. O acesso aos dados da Bovespa identificou em dezembro de 2016 a existência de 487 empresas de capital aberto listadas, conforme Anexo I, e destas, 45 empresas possuíam acordo de acionistas publicados no site da bolsa de valores brasileira. Foram obtidos os textos dos 45 acordos de acionistas com os respectivos aditivos contratuais.

Em um dos casos, houve a publicação no site da Bovespa de um aditivo de acordo de acionistas da Hypermarchas, sem que o acordo em principal estivesse disponível naquele veículo de divulgação. Para poder completar a pesquisa, naquele caso foi acessado o site da empresa diretamente a fim de obter-se o acordo original para patrocinar a análise do todo. Houve também a busca do acordo de acionistas entre a Petrobrás e Braskem no site da empresa em virtude de haver referências a ele em outras fontes de pesquisa, e este acordo não estava divulgado no veículo da Bovespa ao tempo da pesquisa.

Não foram procurados acordos de acionistas em outras fontes em virtude do objetivo da pesquisa em trabalhar com dados que estão publicados no veículo oficial utilizado pelo mercado de ações que é o site da Bovespa. Desta forma, em que pese ter havido notícias da existência de um maior número de acordos em pesquisas anteriores, os acordos que não estão presentes no repositório da Bovespa não foram estudados nesta pesquisa.

De posse dos acordos de acionistas obtidos, o material foi lido e realizada a análise de conteúdo vislumbrando a busca da existência ou inexistência de acordos típicos, atípicos e mistos,

---

<sup>2</sup> [www.bm&fbovespa.com.br](http://www.bm&fbovespa.com.br)



que contivessem cláusulas com potencial de atender aos objetivos da governança corporativa conforme a demanda trazida pelo referencial teórico utilizada na primeira parte do trabalho.

Buscou-se identificar o número de casos, entre as empresas listadas na bolsa de valores, em que o principal acumula a função de agente, no entanto, esta resposta não foi possível obter-se na referida fonte em razão da composição acionária de um determinado número de empresas de capital aberto contar com pessoas jurídicas como acionistas controladores. Desta forma, não foi possível chegar-se a identidade dos sócios pessoas físicas, que exercem a agência, o que inviabiliza a obtenção desta informação na base de dados acessada.

Em razão da inviabilidade acima descrita, houve a tentativa de obter-se a informação quanto a identidade do acionista controlador e a pessoa do agente através do acesso aos dados das empresas nas juntas comerciais, no entanto a informação sobre a identidade do agente também não é sempre acessível em razão das juntas comerciais registrarem como principal responsável pela empresa o presidente do Conselho e Administração, e nem sempre indicam o agente. As juntas comerciais também registram os representantes legais como diretores sem designação específica inviabilizando a obtenção segura do dado procurado. Desta forma, não houve a possibilidade de identificação confiável e precisa sobre o número de empresas cujo principal acumula a função de agente.

De posse da base de dados dos acordos de acionistas publicados no site da Bovespa após sua análise levantou-se as seguintes perguntas de pesquisa:

- a) Existem nos acordos de acionistas cláusulas que mitiguem o conflito de interesses entre principal e acionistas minoritários?
- b) Os acordos de acionistas encontrados possuem cláusulas destinadas a regular o exercício da agência com previsão de alçada, instância de aprovação de negócios e assunção de dívidas e contratação com partes relacionadas?
- c) Há cláusulas que tratem da adoção de políticas de remuneração do agente?
- d) Há regulação sobre a forma de composição do conselho de administração com conselheiros independentes e qual sua proporção em relação ao tamanho do conselho?
- e) De que modo são aprovadas as contas do agente quando o principal-agente nomeia também o conselho de administração?
- f) Estão presentes cláusulas de auto regulação para instrumentalizar os mecanismos de governança?
- g) Existe proibição de exercício de atividade em competição com a empresa nos casos do controlador possuir grupo econômico?

- h) Os acordos de acionistas se preocupam ou não com questões de sustentabilidade?
- i) Há nos acordos de acionistas analisados outras regras de governança não previstas pelo referencial teórico?

### 3.1 Termos relevantes

Agente: é o profissional responsável pela gestão da empresa, podendo ser uma pessoa contratada fora do corpo acionário ou um acionista, de modo que quando o acionista controlador acumula a função de agente, ele está designado neste trabalho como principal-agente.

Acionista Controlador: Pode ser uma pessoa física ou jurídica ou ainda pode ser um grupo de controle. Dentro do direito brasileiro especialmente na lei das sociedades anônimas a figura que é responsável pela contratação do agente é o acionista controlador, ressalvando-se que este pode ou não contratar um agente. Há casos em que a agência é exercida pela própria pessoa do acionista controlador. Desta forma, considerando que este trabalho trata do acordo de acionistas como instrumento de governança corporativa e que o acordo de acionistas é um instrumento de origem legal, e a aplicação do acordo de acionistas vislumbrada pela presente pesquisa se destina a atender demandas de governança corporativa, a expressão “principal” equivale a expressão da lei de “acionista controlador”. No texto, os termos “principal” e “acionista controlador” são utilizadas com igual significado, dependendo do foco do parágrafo. No contexto de desenvolvimento de fundamentos legais utiliza-se a expressão acionista controlador. No contexto de administração, economia e governança corporativa, utiliza-se a palavra principal, devendo-se interpretar ambos os termos como sinônimos para efeito do presente trabalho.

Acionista Minoritário: O acionista minoritário é aquele que não controla a empresa, geralmente adquire suas ações em bolsa de valores.

Assembléia Geral: O mesmo que assembleia de acionistas

Principal: Dentro da governança corporativa desenvolvida pela ciência da administração costuma-se referir ao termo principal como sendo o acionista controlador que contrata um agente para a gestão.

Principal-agente: é o acionista que acumula a função de agente.

Reunião prévia: reunião realizada pelos acionistas controladores para decidir em bloco os votos que serão dados na assembleia geral.

Shareholder: Acionista

Stakeholder: Parte interessada

## **4 ANÁLISE DOS ACORDOS DE ACIONISTAS: UMA ANÁLISE DOS ACORDOS DE ACIONISTAS PUBLICADOS NO SITE DA BM&FBOVESPA**

Nesta seção, realiza-se a análise dos instrumentos publicados pelas empresas de capital aberto no site da Bovespa.

De acordo com o levantamento teórico antecedente, os acordos de acionistas são constituídos por cláusulas de conteúdo típico, atípico e misto. Os acordos típicos são compostos por cláusulas destinadas a regular o poder de controle da empresa, o exercício de voto, a vinculação de voto e a preferência na aquisição das ações nos termos do art. 118 da LSA. Os acordos atípicos ou mistos possuem cláusulas de outras naturezas além das típicas.

### **4.1 CLÁUSULAS TÍPICAS E DE CONTROLE, EXERCÍCIO E VINCULAÇÃO DE VOTO**

Dos 45 acordos de acionistas obtidos na base de dados do site da Bovespa listados no Anexo II, temos em 91% deles a presença de cláusulas destinadas a regular o poder de controle da empresa e a previsão da realização de reuniões prévias às assembleias de acionistas, os quais especificam que o grupo de controle deve votar nas assembleias de acordo com as deliberações das reuniões prévias. Tais acordos também preveem que os partícipes dos acordos de acionistas terão seus votos vinculados às decisões das reuniões prévias devendo votar em bloco na Assembleia Geral independentemente de terem ou não comparecido na reunião prévia e terem ou não votado favoravelmente à deliberação da reunião prévia.

Alguns acordos de acionistas também definem que “a mesa da Assembleia Geral estará obrigada a não registrar os votos em desacordo com as deliberações da Reunião Prévia e deve registrar os votos dos Acionistas eventualmente ausentes na Assembleia Geral, no mesmo sentido da deliberação da Reunião Prévia” (GRENDENE, 2011). Em que pese inexistir óbice legal para as cláusulas que determinam a realização de reunião prévia para tomada de decisões pelo bloco de controle, envolvendo os interesses da empresa, estas cláusulas desfavorecem a análise do conteúdo bem como as razões que levaram às decisões dos controladores, impedindo o conhecimento por parte dos minoritários, da eventual existência de conflito de interesses na atuação do agente ou dos majoritários.

O exemplo acima é ilustrativo e emblemático, pois representa a maioria dos acordos publicados no site da Bovespa.

Observou-se que ao tempo da celebração do acordo de acionistas da Grendene (2011), o qual permanece em vigor, o principal detinha o controle da empresa e acumulava a função de agente tendo constado na lista de assinaturas do acordo a mesma pessoa em ambas as posições.

Percebe-se do texto de acordos deste tipo que há preocupação com a manutenção do poder concentrado nas mãos do controlador. Há uma espécie de sequestro do direito de exercício do voto dos demais acionistas em prol do exercício do poder concentrado pelo acionista majoritário. Esta modalidade de acordo retira da assembleia de acionistas a possibilidade de analisar com transparência os assuntos de seu interesse e afeta o exercício do seu voto. Com este tipo de disposição contratual, o acionista controlador confisca o poder decisório que cabe às assembleias de acionistas e patrocina a possibilidade de aprovação das matérias de interesses dos sócios controladores na reunião prévia, a qual não está sujeita a divulgação de pauta prévia, nem ao crivo dos demais acionistas, tampouco necessita de publicidade.

Outro ponto que se pôde levantar deste e de outros acordos publicados no sitio da Bovespa é que 25 (vinte e cinco) dos documentos denominados como acordo de acionistas ali publicados não possuem de fato qualquer assinatura, apenas constando o nome das empresas ou pessoas que o deveriam assinar. Em 8 casos nem os seus respectivos nomes são apostos nos locais destinados à assinatura. Deste modo, a despeito de tais documentos terem sido publicados no site da Bovespa sem a devida assinatura manual ou digital, eles não têm o condão de comprovar que tenham sido efetivamente assinados, nem que os documentos eventualmente assinados possuem o mesmo conteúdo daqueles textos publicados ao mercado. Esta omissão impede que qualquer acionista de bolsa de valores possa utilizar o acordo como instrumento válido e hábil para exercer os seus direitos dele decorrentes.

O acordo de acionistas apresentado e clausulado da forma acima frustra a finalidade de atender aos objetivos pretendidos perseguidos pela governança corporativa por acabar impedindo a participação útil, e o conhecimento pelos acionistas de bolsa de valores quanto ao conteúdo das decisões envolvendo interesses da sociedade. Em verdade o documento poderia ser chamado mais apropriadamente de acordo de acionistas controladores.

Esta característica frequente nos acordos de acionistas brasileiros, levam a interpretação de que as empresas de capital aberto nacionais possuem as mesmas características de uma empresa familiar com a mesma forma de dirigir os negócios e a mesma concentração de poder como se a empresa não possuísse outros sócios.

É oportuno registrar que em consulta ao site<sup>3</sup> da empresa Grendene em 05/09/2017, constatou-se que o acionista controlador passou para a presidência do conselho de administração e a agência é exercida por outro profissional, apresentando situação atual diferente daquela retratado no acordo de acionistas, o qual, contudo, continua válido.

#### 4.2 CLÁUSULAS QUE TRATAM DO CONFLITO DE INTERESSES

Os acordos analisados revelam a existência de diversos tipos de conflitos de interesses, sendo que os mais frequentes são os conflitos de interesses entre: acionistas controladores e acionistas minoritários; conflitos de interesses entre agente e acionistas controladores; entre os interesses do agente e os interesses da empresa e conflito de interesses entre membros do conselho de administração e a empresa.

Em que pese as disposições do art. 154 e 156 da LSA serem claros a respeito do conflito de interesses, esta matéria tem sido objeto de preocupação de acionistas de todos os portes de empresas e em algumas delas os acordos de acionistas são didáticos.

Dezesseis acordos de acionistas analisados possuem cláusulas destinadas a mitigar conflitos de interesses entre sócios. Estas cláusulas estão presentes principalmente nos acordos onde há o ingresso na sociedade de investidor institucional, fundos de pensão, sócios ou fundos estrangeiros e em casos em que o BNDESPAR se tornou sócio da empresa. Há distintas cláusulas por cada um dos acordos analisados, e passa-se a apresentar alguns casos ilustrativos os quais representam formas de auto regulação do assunto.

No acordo de acionistas assinado entre o BNDESPAR e o CTC – Centro de Tecnologia Canavieira e as usinas de açúcar e álcool que o controlam, houve a inserção de cláusula de conflito de interesses. O CTC trabalha com atividade de pesquisa, desenvolvimento e comercialização de (i) cultivares de cana de açúcar e sorgo sacarino, através de técnicas de melhoramento genético (ii) tecnologia e produtos relacionados a novas formas de plantio, propagação e manejo agrônomico de cana de açúcar, onde tais produtos são de interesse das suas empresas acionistas. Desta forma, houve a previsão que impede a eleição de administradores que participem da mesma atividade do CTC em outras empresas, ou que possuam relação ou vínculo com um acionista que possua conflito de interesses no negócio ou operação conforme se demonstra pela transcrição abaixo:

Conflito de Interesses. Não poderão ser eleitos administradores da Companhia quaisquer pessoas que ocupem cargos em quaisquer outras Pessoas que desempenhem quaisquer das Atividades Principais. Caso, em

---

<sup>3</sup> <http://ri.grendene.com.br/PT/Governanca-Corporativa/Administracao>

determinado negócio ou operação da Companhia, haja conflito de interesses por parte de algum membro do Conselho de Administração, seja por questão pessoal ou por sua relação ou vínculo com um Acionista que tenha conflito de interesse no referido negócio ou operação, fica acordado que o referido Conselheiro conflituoso não poderá participar da discussão e da deliberação referente ao negócio ou operação em tela, devendo tal circunstância ser indicada na ata da reunião do Conselho de Administração. (CTC, 2014, p. 53).

Neste caso, verifica-se que a previsão do acordo de acionistas impede que o principal acumule a função de agente ou mesmo se torne membro do conselho de administração, fato este que confere independência entre os diferentes órgãos da gestão. Trata-se de cláusula claramente aderente aos princípios e objetivos da governança corporativa.

Em situação diametralmente oposta encontra-se o acordo de acionistas da Braskem assinado entre a acionista minoritária BNDESPAR e o grupo Odebrecht, controlador da empresa. As cláusulas do referido acordo a despeito de pretenderem defender os interesses da BNDESPAR enquanto acionista minoritária da Braskem, não inclui uma única referência a tomada de decisões em conflito de interesses nem menciona regras para o exercício da agência tampouco disciplina a forma dos controladores comandarem a empresa. O acordo de acionistas da Braskem trata de dois assuntos: o primeiro diz respeito a manutenção das ações em poder do grupo de controle pelo prazo de vigência do acordo, e enquanto a BNDESPAR detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social. O segundo diz respeito a possibilidade da BNDESPAR, na qualidade de acionista minoritária, e enquanto não atingir 5% das ações, poder indicar um representante para atender as reuniões do conselho de administração exclusivamente na qualidade de ouvinte. A singularidade deste acordo de acionistas contrasta com os demais acordos em que a BNDESPAR é parte, como se verá de alguns outros acordos celebrados por esta instituição e outras empresas de capital aberto em outros tópicos mais a diante.

Já o acordo de acionistas da Braskem entre os controladores do grupo Odebrecht e a Petrobrás assinado em 2010 prevê na cláusula 3 (três) que os membros do conselho de administração por eles indicados atuem sempre

no melhor interesse da companhia e exerçam seus direitos de votos nas deliberações sociais de modo a fazer com que os órgãos da administração atuem com independência e lealdade e ajam com transparência e precisão nas divulgações feitas ao mercado a fim de promover a valorização dos ativos da companhia e de conceder maior segurança e transparência aos demais acionistas. (BRASKEM, 2010, p. 14).

Este acordo foi celebrado para vigorar por 35 anos.

Um caso digno de registro de para os fins colimados pela governança corporativa é a cláusula que trata de conflito de interesses contida no acordo de acionistas da Hypermarchas (2009), onde há previsão expressa da proibição de votar, para o acionista que estiver em conflito com o interesse da companhia conforme transcrito abaixo para uma melhor compreensão:

Se qualquer Acionista entender que qualquer outro Acionista tem interesse conflitante com o interesse da Companhia com relação a qualquer matéria a ser deliberada, então tal Acionista deverá submeter a questão ao Presidente do Conselho de Administração da Companhia. Caso o Presidente do Conselho de Administração da Companhia, também entenda que o interesse daquele determinado Acionista é conflitante com o interesse da Companhia, então o Presidente do Conselho de Administração da Companhia deverá submeter a questão a qualquer um dos advogados indicados no Anexo 3.1.4.2 a este Acordo. Se o advogado então consultado entender pela existência do conflito, mediante opinião fundamentada, então o Acionista com interesse conflitante com o interesse da Companhia estará impedido de exercer seu direito de voto na medida do conflito de interesse existente.” (HYPERMARCAS, 2009. p. 15).

Outro exemplo de acordo digno de registro é o acordo da Ecorrodovias (2016) o qual amplia a abrangência do conflito de interesses para empregados, gestores, consultores ou representantes, além a pessoa do administrador (agente) traz outros atores das relações corporativas que são incluídos nas suas regras conforme se depreende da transcrição abaixo:

Impedimentos. Nenhum indivíduo que participe ou esteja de alguma forma, direta ou indiretamente, envolvido (inclusive como investidor, gestor, executivo, empregado, consultor ou representante) com Terceiro que concorra com a Companhia e com suas Subsidiárias no Negócio poderá ser eleito para o Conselho de Administração, salvo mediante aprovação por todos os acionistas. (ECORRODOVIAS, 2016, p. 11).

Em que pese a cláusula reguladora do conflito de interesse seja aderente aos objetivos da governança corporativa, é importante acrescentar que o mesmo acordo prevê a realização de reunião prévia às assembleias, de modo a frustrar a participação dos acionistas minoritários nas discussões e decisões sobre assuntos cujas razões não lhes são apresentados. Além desse fato, a vinculação de voto dos participantes do acordo de acionistas impede a livre apreciação pelo conselho de administração dos temas decididos em reunião prévia dos controladores.

#### 4.3 ESCOLHA DO AGENTE E REMUNERAÇÃO



Em 25 acordos há definição para que o conselho de administração escolha o presidente da empresa, definindo a forma de contratação, e a determinação para que o CA discipline a política de remuneração. Embora estes temas estejam previstos na LSA nos art. 87, 116, 122 além de outros, a inclusão desta autorregulação no acordo de acionistas exerce um papel didático para a organização e contribuem para um bom funcionamento da sociedade.

#### 4.4. ACORDOS QUE PREVEEM A FORMA DE EXERCÍCIO DA AGÊNCIA

12 acordos preveem regras a respeito do exercício da agência, definindo de modos diversos a forma de realizar a função, o modo que será feita a escolha dos dirigentes, a política de remuneração, até a forma de aprovação de negócios como a alienação do patrimônio societário, assunção de dívidas ou até mesmo a fixação de alçada para determinadas decisões, regulando a necessidade de aprovação pelo conselho de administração e em alguns casos pela assembleia de acionistas.

Um dos exemplos encontrados na base de dados pesquisados encontra-se nas cláusulas contidas em instrumentos de acordos abaixo transcritas:

A companhia e suas controladas serão administradas por profissionais experientes que satisfaçam às qualificações exigidas para ocupar seus cargos, sendo que os Diretores devem se dedicar exclusivamente à Companhia e sua Controladas. ... As decisões estratégicas da Companhia deverão levar em consideração o melhor interesse da Companhia, visando a proporcionar aos Acionistas o melhor retorno sustentável de seus investimento. (CTC, 2014, p.18).

O Conselho de Administração elegerá a Diretoria da Companhia e determinará seus respectivos poderes, observado o disposto no Estatuto Social, sendo certo, no entanto, (i) que caberá à Advent indicar, substituir e/ou destituir o Diretor Financeiro da Companhia, devendo os demais Acionistas exercer seu direito de voto e fazer com que os Conselheiros por ele eleitos o exerçam no sentido de permitir a indicação do Diretor Financeiro nos termos desta Cláusula. (TCP, 2014, p.20).

A gestão da Companhia e de suas Subsidiárias ficará a cargo de profissionais experientes que reúnam as qualificações e credenciais exigidas para os respectivos cargos que ocuparem, e as decisões de recursos humanos serão tomadas com base em princípios de meritocracia e de acordo com políticas internas a serem definidas para a Companhia, conforme aprovado pelos Acionistas, e para as respectivas Subsidiárias, conforme aprovado pelo Conselho. (ECORODOVIAS, 2016, p. 5).

A fixação da remuneração global dos administradores da BRASILIANA PARTICIPAÇÕES e das SOCIEDADES CONTROLADAS, inclusive a aprovação e/ou outorga de planos de opções de compra de ações, participação nos lucros, bonificações

exceto se tais remunerações forem compatíveis com a média praticada pelo mercado. (AES HOLDINGS, 2015, p. 14).

Matérias Sujeitas a Aprovação do Conselho... c) eleição, suspensão ou destituição dos membros da Diretoria da Companhia; d) aprovação do pacote de remuneração, incluindo benefícios, de qualquer membro da Diretoria; (ECORODOVIAS, 2016, p. 14).

Consta na quinta cláusula do acordo de acionistas da RAIZEN (2014, p. 24) que: "A remuneração global do Conselho de Administração e da Diretoria será definida pela assembleia geral dos acionistas da Companhia e dividida entre seus membros conforme vier a ser liberado pelo Conselho de Administração." Este tipo de previsão em acordo de acionistas eleva a importância do documento como instrumento aderente aos princípios da governança corporativa.

As cláusulas acima transcritas são reveladoras da preocupação dos acionistas em assegurar aspectos da governança relacionados ao exercício da agência. Embora tais cláusulas estejam presentes em um número reduzido de acordos, elas revelam o potencial da regulação do exercício da agência ser disciplinado pelo acordo de acionistas.

#### 4.5 CLÁUSULAS QUE TRATAM DOS CONTRATOS ENTRE PARTES RELACIONADAS

Seis acordos de acionista analisados preveem a forma de tratar os contratos da empresa com partes relacionadas. Pelo número indicado verifica-se que a maioria das empresas não incluiu nos seus acordos de acionistas qualquer disposição referente a esta modalidade de contratação. No entanto, alguns dos acordos que optaram por tratar do tema o fizeram com qualidade tendo determinado que a contratação entre partes relacionadas pode ser prevista para as diferentes esferas da empresa, seja no nível societário, seja no nível de gestão. Merece destaque o acordo de acionistas entre o CTC e a BNDESPAR cuja cláusula que regula as operações entre partes relacionadas e assim dispõe:

Operações entre Partes Relacionadas" significa, com relação a uma Pessoa, quaisquer negócios, operações, transações e/ou relações comerciais entre, de um lado, tal Pessoa e, de outro lado, quaisquer de seus acionistas ou sócios (e respectivas Afiliadas), suas Afiliadas, respectivos diretores, gestores, administradores, e parentes dos mesmos até o 4º (quarto) grau; sendo que, caso a Pessoa em questão seja a Companhia ou suas Controladas, serão consideradas Operações com Partes Relacionadas, exemplificativamente, aquelas que envolvam a Companhia ou uma Controlada, de um lado, e qualquer Acionista ou suas Afiliadas, de outro lado... Princípios Norteadores de Operação entre Partes Relacionadas: Quaisquer Operações entre Partes Relacionadas

serão conduzidas em bases comerciais comutativas (*arms' length*), equivalentes às condições que as partes obteriam caso a transação fosse realizada com terceiros, sem conflito de interesses e no melhor interesse da Companhia e de suas Controladas. ... Quaisquer Operações entre Partes Relacionadas observarão condições de mercado, entendidas como tais aquelas condições para as quais foram observadas, durante a negociação, os princípios da competitividade (preços e condições compatíveis com os praticados no mercado) e da transparência (reporte adequado das condições acordadas com a devida aplicação, bem como reflexos destas nas demonstrações financeiras da companhia. (CTC, 2014, p. 12, 30, 80).

Este acordo também elegeu na cláusula 5.7 do acordo de acionistas um comitê de conflito de interesses, para “avaliar, opinar e sugerir políticas para prática de negócios entre partes relacionadas”, sugerir “mudanças nas relações entre as companhias de forma a balancear os interesses das contrapartes envolvidas nas operações comerciais, sempre respeitadas as condições de mercado” (CTC, 2014). A clareza destas regras torna a questão da contratação entre partes relacionadas aplicáveis para toda a corporação, independentemente em que órgão da gestão o assunto se situa, podendo ser entre sócios, conselho de administração, dirigentes, gestores empregados ou terceiros. O regramento revela também a preocupação com a boa convivência entre acionistas, o objetivo de manter a transparência nas operações da empresa e eleva o grau de governança. Além destes aspectos, os detalhados disciplinamentos valoriza a importância do acordo de acionistas como instrumento de mitigação dos conflitos de interesses porque regula *a priori* as normas operacionais da empresa perseguindo a lisura dos negócios na busca de benefício a todos os envolvidos.

#### 4.6 CLÁUSULAS DE NÃO-COMPETIÇÃO ENTRE ACIONISTAS E A EMPRESA

Embora não fosse o objetivo inicial da pesquisa tratar de cláusulas de não competição pelo acordo de acionistas, identificou-se nos documentos levantados que 5 acordos de acionistas trouxeram cláusulas de não competição entre os acionistas e a empresa como é o caso do Centro de Imagem Diagnóstica S.A (2016) que determina a obrigação dos acionistas minoritários não concorrerem direta ou indiretamente, nem por meio de partes relacionadas, a investir, em outras empresas, consórcios, negócios nem projetos de investimentos que concorram com a atividade da companhia, suas subsidiárias ou sucessoras. O acordo também proíbe os acionistas minoritários de “contratar, oferecer emprego, requisitar os serviços ou manter qualquer forma de relacionamento profissional com quaisquer empregados, prestadores de serviços, consultores, colaboradores, agentes, parceiros, representantes administradores, ou diretores da empresa”

(PATRIA/FIP, 2016). O que é *sui generis* neste acordo é que a proibição de competir com a empresa destina-se exclusivamente aos acionistas minoritários<sup>4</sup> e não a todo o quadro acionário. Deste modo, em que pese os minoritários não poderem concorrer com a companhia, não há no instrumento nenhuma proibição do mesmo gênero para os acionistas controladores.

Outro acordo que possui uma cláusula de não-competição bastante clara é aquele celebrado pelos acionistas da Cosan prevenindo a possibilidade de os acionistas investirem em negócios similares ao da empresa. Diz o texto:

CAPÍTULO VIII Não Competição 8.1. Durante todo o prazo de vigência deste Acordo, a Cosan Infra e os Acionistas Indiretos obrigam-se a, direta ou indiretamente, inclusive por seus Controladores, por si e por suas Afiliadas, a manter a Companhia como seu único e exclusivo veículo para a realização de investimentos e negócios no território brasileiro no setor de transporte de cargas através do modal ferroviário, rodoviário e hidroviário, bem como operação portuária, e suas atividades correlatas (“Atividades Restritas”), abstendo-se de se envolver ou investir, direta ou indiretamente (inclusive, sem limitação, através da atuação como sócio, acionista, administrador, empregado, consultor ou representante), em tais atividades ou em quaisquer outras sociedades cujos negócios sejam relacionados a tais atividades. 8.2. Ficam a Cosan Infra e os Acionistas Indiretos, por si e por suas Afiliadas, obrigados a submeter à deliberação do Conselho de Administração da Companhia qualquer oportunidade de investimentos e negócios nas Atividades Restritas, no território brasileiro, que sejam identificados durante o prazo de vigência deste Acordo, a fim de que a oportunidade seja avaliada pela Companhia. 8.3. Os Acionistas Indiretos obrigam-se (i) a fazer com que as obrigações de não competição previstas no presente Capítulo VIII sejam observadas por suas respectivas Controladas, e (ii) a fazer com que o objeto social da Cosan Infra seja restrito exclusivamente à participação no capital social da Companhia. (RUMO, 2014, p. 21).

Sem dúvida trata-se de uma cláusula de governança corporativa que visa a atuação dos acionistas no melhor interesse da empresa.

#### 4.7 NÚMERO DE CONSELHEIROS INDEPENDENTES

Nove por cento dos acordos de acionistas pesquisados preveem um número mínimo de conselheiros independentes a exemplo do acordo de acionistas da Hypermarchas que prevê que dentre seus 9 a 11 membros que haja 2 conselheiros independentes conforme definido pela cláusula 4.1 abaixo:

---

<sup>4</sup> Todos os acionistas minoritários integrantes do acordo de acionistas do Centro de Imagem e Diagnósticos S.A são médicos.

O Conselho de Administração será composto por no mínimo 9 (nove) e no máximo 11 (onze) membros, dos quais, sem prejuízo do disposto na Cláusula 4.7 abaixo, 3 (três) membros serão designados pela IGARAPAVA, sendo um deles o Presidente; 2 (dois) membros serão designados pela MAIOREM; 2 (dois) membros serão designados pela FAMÍLIA GONÇALVES; e os membros restantes serão eleitos de acordo com a Lei das Sociedades por Ações e o Regulamento do Novo Mercado, devendo 2 (dois) membros, no mínimo, serem Conselheiros Independentes, conforme definido no Regulamento do Novo Mercado. As Acionistas poderão, a seu exclusivo critério, designar um suplente para cada membro do Conselho de Administração por elas indicado. O suplente de cada Conselheiro deverá ser indicado pela mesma Acionista que indicou o Conselheiro. (Hypermarcas, 2009, p.16).

A existência de conselheiros independentes nos conselhos de administração das empresas de capital aberto é ainda rara no Brasil. Além disso, o número de conselheiros independentes previstos nos acordos de acionistas da base de dados da BM&FBOVESPA comparado com o número de conselheiros independentes em empresas estrangeiras é bem baixo. Empresas estrangeiras costuma ter a maioria dos membros do conselho de administração formada por conselheiros independentes (Solvay, 2016).

#### 4.8 CLÁUSULAS CURIOSAS

Dentre os acordos de acionistas analisados encontrou-se inúmeras curiosidades como, por exemplo, a cláusula que obriga a família controladora a indicar um dos familiares para ocupar a presidência da empresa.

Outros acordos revelam preocupações mais específicas de acionistas minoritários que conseguem impor certas regras em assuntos inusitados como por exemplo o Acordo de Acionistas da CTC (2014) que confere em sua redação, uma série de boas práticas e procura dirigir esforços para acomodar os interesses específicos da característica dos Acionistas. Este acordo previne espertezas como como a convocação de assembleias em datas que não sejam convenientes ou mesmo claras para todos os acionistas, conforme texto da quarta cláusula:

A convocação dos Acionistas para as assembleias gerais de acionistas deverá indicar, detalhadamente, a ordem do dia, sendo expressamente vedada a inclusão de item genérico ... Nenhuma assembleia geral de acionistas da Companhia, independentemente, da ordem do dia, deverá ser convocada para realização em dia que não seja um Dia Útil, ou nos dias 24, 30 e 31 de dezembro ou na segunda-feira, terça-feira e quarta-feira da semana do carnaval no Brasil. As assembleias de acionistas da Companhia deverão ser sempre realizadas no horário comercial e na sede social. (CTC, 2014, pg. 21).

Questões de ordem ética e legais em geral poderiam ser consideradas obrigações de todos os cidadãos em qualquer posição que ocupem, seja na vida particular ou na vida societária, mas alguns acordos de acionistas utilizaram suas páginas para dispor de cláusulas como a que segue:

A Companhia, qualquer de suas controladas, conselheiro, diretor, agente, empregado ou outra Pessoa atuando em nome da Companhia ou de qualquer de suas Controladas não deverá participar, de qualquer forma e por qualquer razão, de qualquer prática negocial ilícita ou ilegal. (CTC, 2014, p. 19-20).

Trata-se de cláusula pedagógica que realça a necessidade existente de dispor em acordo regras que todos deveriam cumprir independentemente de subscrever este tipo de contrato.

Em apenas 3 acordos de acionistas entre os 45 analisados possuem uma cláusula prevendo a obrigatoriedade da empresa e seus dirigentes de observar as regras de sustentabilidade a exemplo da cláusula abaixo:

A Companhia adotará medidas destinadas a manter bons padrões socioambientais, com o intuito de evitar e corrigir danos ao meio ambiente que possam vir a ser causados pela Companhia ou suas Controladas na execução de suas atividades. (CTC, 2014, p. 19).

A questão da sustentabilidade também é um assunto delicado que entrou na pauta das empresas muito recentemente, e tornam-se cada vez mais importantes para mitigar riscos de prejuízos como o que aconteceu com a barragem da Samarco em Mariana.

## CONCLUSÃO

Através da análise dos 45 (quarenta e cinco) acordos de acionistas publicados no site da BMF&BOVESPA, foi observado que em todos eles existe a presença de cláusulas relacionadas ao exercício do controle com a previsão de vinculação de voto, tanto dos controladores quanto dos acionistas minoritários que participaram dos referidos contratos. A vinculação de voto é estendida aos conselhos de administração através da obrigatoriedade de observância das decisões tomadas em reuniões prévias às assembleias de acionistas.

Alguns acordos incluem cláusulas destinadas a atender as exigências de governança corporativa, sendo que a maioria dos acordos que o fazem tem como acionistas investidores institucionais ou investidores estrangeiros sendo que mesmo nos casos onde estes investidores são minoritários, os referidos contratos trazem cláusulas de governança.

Há uma grande variação entre os diversos modelos de acordo utilizados pelas empresas abertas brasileiras para tratar de seus interesses. Enquanto alguns acordos enfatizam a importância de um agente transparente, cujos interesses pessoais não devem conflitar com os interesses da corporação e, por consequência dos acionistas, outros não chegam sequer a incluir uma cláusula de governança corporativa.

Embora as cláusulas de governança corporativa estejam presentes num número reduzido de acordos de empresas abertas, a análise confirmou a sua utilização de modo suficiente para comprovar que o acordo de acionistas pode servir como instrumento de governança corporativa para cumprir o papel de mitigação de conflito de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários, entre outros objetivos.

O acordo de acionistas também está sendo utilizado por sociedades que decidiram regular as relações entre principal e agente, definido regras de contratação do diretor presidente, tratam da forma de escolha dos conselheiros de administração, estabelece o número de conselheiros independentes, as formas de tratar a potencial ocorrência de conflito de interesses e o modo pelo qual tais conflitos devem ser resolvidos.

Foram encontrados acordos compreensivos, amplos e abrangentes que chegaram a definir a obrigatoriedade da empresa de observar regras de sustentabilidade ao lado de inúmeras outras questões de interesse da governança corporativa como por exemplo a não competição entre os acionistas e as empresas.

Nota-se dos acordos analisados os mais antigos, isto é, anteriores a 2011, são acordos mais limitados em relação ao conteúdo relacionado a governança corporativa. Houve no passado uma

preocupação quase que exclusiva em relação às cláusulas de controle, vinculação de voto e do exercício de preferência na venda das ações. De 2012 em diante os acordos passaram a ser mais amplos com uma preocupação mais contemporânea e voltados para cláusulas que privilegiam os princípios da governança corporativa, refletindo a evolução do pensamento societário com relação ao desenvolvimento das ciências sociais, administração de empresas, economia e direito, aí contidas as boas práticas de governança corporativa. Este fato, contudo, não assegura que as administrações das empresas estejam observando na prática as disposições de governança previstas em seus acordos, como ficou demonstrado pelo histórico dos processos contra agentes envolvidos nos escândalos financeiros da Operação Lava Jato cujas empresas são dirigidas pelo acionista controlador que acumulavam a função de agente.

### Contribuições Teóricas e Práticas

Este trabalho buscou demonstrar o potencial do acordo de acionistas como instrumento de governança corporativa para cumprir o papel de mitigar os conflitos de interesses entre sócios de empresas brasileiras com vistas a proteger os interesses dos acionistas de balcão, e embora a pesquisa tenha sido realizada com base nos dados publicados pelas empresas abertas, ele também pode ser utilizado nas empresas fechadas.

A pesquisa demonstrou que 90% das empresas de capital aberto ainda não tem ou não publicam seus acordos de acionistas no veículo oficial de divulgação do mercado de ações, desconsiderando as recomendações do órgão regulador podendo este fato ser relevante para o desenvolvimento da governança corporativa.

De modo geral fica claro que o caminho a ser trilhado pela governança corporativa ainda é longo e o assunto merece lugar de destaque na economia das empresas e do país.

### Recomendações de Estudos Futuros

A análise dos 45 acordos de acionistas publicados no site da Bovespa revelou uma vastidão de oportunidades a serem exploradas e pesquisadas em relação a forma de utilização do acordo de acionistas com vistas ao atendimento das exigências da governança corporativa pelas diferentes empresas de capital aberto brasileiras, mas por uma questão de limitações, apenas algumas delas puderam ser tratadas dentro do escopo da presente pesquisa.



Deste modo, o tema descortina outras possibilidades para novas pesquisas e abordagens como por exemplo, a comparação entre o que dispõe os acordos de acionistas e a prática revelada pela administração das empresas; a comparação entre as disposições dos acordos de acionistas e os estatutos sociais das mesmas empresas; a comparação entre os acordos de acionistas e a LSA; ou mesmo a forma com que os acordos de acionistas são tratados pelas decisões judiciais e arbitrais a respeito de suas cláusulas confirmando-se qual a validade que tem sido atribuída a eles nos julgamentos; pode-se ampliar a pesquisa para um estudo dos acordos de acionistas brasileiros em comparação com os acordos de acionistas de empresas estrangeiras.

## REFERÊNCIAS

- ABRAÃO, E. L. M. **Acordos de Acionistas: Típicos e Atípicos**. Curitiba: Juruá Editora, 2011. 200 p.
- ADAMEK, M. V. VON. Ação de Acertamento de Deliberação Assemblear. In: **Direito Societário**. Estudos Sobre a Lei de Sociedade por Ações. Coord. SILVA, A. C., São Paulo. Saraiva. 2013. p. 279-300.
- ALVES, P. C. **Controle Minoritário e sua Alienação**. In: Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 333-366.
- AMENDOLARA, L. **Acordo de Acionistas**. [Portal Jurídico]. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI206985,101048-Acordo+de+acionistas>>. Acesso em: 18/10/2016.
- BAGLIONI, A. Shareholder's agreements and voting power: evidence from Italian listed firms. **Applied Economics**, N. 43, v. 27, p. 4043-4052.
- BALASSIANO, M. G. **Estrutura de Propriedade e Teoria da Agência: Um estudo de Empresas Brasileiras e seus Diferentes Tipos de Controladores**. Dissertação de Mestrado. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2012.
- BANCO DO BRASIL**. Diretoria De Comunicação E Marketing Do Banco Do Brasil. Banco do Brasil: 200 anos – 1964-2008. Livro 2. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010. 224 p.
- BAPTISTELLA, A. P.; PAES, J. MORAES, J. AP.; SEGALLA, L. CARNAZ, M. A., Pesquisa Qualitativa e Quantitativa. Disponível em <<http://pt.slideshare.net/jlpaesjr/pesquisa-qualitativa-e-quantitativa>> 2011. Acesso em 25/11/2016.
- BARBOSA, M. O Direito Essencial de Fiscalização da Gestão dos Negócios Sociais. Estudos Sobre as Sociedades Por Ações. In: **Direito Societário**, SILVA, A. C., São Paulo, Ed. Saraiva, 2013, p. 179-198.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2002. 226 p.
- BARONTINI, Roberto and BOZZI, Stefano, **CEO Compensation and Performance in Family Firms** (February 19, 2010). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1557321> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1557321>
- BARRETO, Julio. **O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores**. Rio de Janeiro. Ed. Renovar, 2009.
- BEBCHUK, L.; FRIED, J.; WALKER, D. Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? **National Bureau of Economic Research** (NBER), Working Paper, n. 8661, dez. 2001.

BENNEDSEN, M.; WOLFENZON, D. The balance of power in closely held corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 113-139, 2000.

BERGAMINI JUNIOR, S. **Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa** REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 12, N. 24, P. 149-188, DEZ. 2005

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing Co, 1932. 396 p.

BLACK, B. S. Strengthening Brazil's Securities Markets. **Journal of Commercial, Economic and Financial Law of John M. Olin Program** In: Law and Economics of Stanford Law School, Working Paper nº 205, Out. 2000.

BMF Bovespa, 2016, [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm), Acessos em 26/12/2016 e 27/12/2016.

BONOTTO, P. V. **As Fraudes Contábeis da Enron e Worldcom e seus Efeitos nos Estados Unidos. Trabalho de Conclusão de Curso**. Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2010.

BORDO, M. D.; CORTÉS CONDE, R. **Transferring wealth and power from the old to the new world: Monetary and Fiscal Institutions in the 17th through the 19th Centuries**. Cambridge University Press, 2001. p. 124.

BRANCO, A. C. Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa. In: **Direito Societário**, SILVA, A. C., São Paulo. Ed. Saraiva, 2013, p. 199-219.

**BRASIL**. Decreto-Lei Nº 900, de 29 de setembro de 1969. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 set. 1969. Suplemento.

\_\_\_\_\_. Decreto-Lei Nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 set. 1940. Suplemento.

\_\_\_\_\_. Decreto-Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Suplemento.

\_\_\_\_\_. Justiça Federal (Seção Judiciária do Paraná, 13ª Vara Cível). Ação Penal nº 5027422-37.2015.4.04.7000/PR. Autor: Petróleo Brasileiro S/A e Ministério Público Federal. Réus: Ricardo Ribeiro Pessoa et al. Sentença. Relator: Juiz Sérgio Fernando Moro. 23 de junho de 2016. Documento Eletrônico. Disponível em: < [http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-na-1a-instancia/denuncias-do-mpf/documentos/Sentena\\_502742237.2015.4.04.7000.pdf](http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-na-1a-instancia/denuncias-do-mpf/documentos/Sentena_502742237.2015.4.04.7000.pdf)>. Acesso em: 03/03/2017.

CABRAL, M. Sai IPO e entra a OPA. **EPOCA NEGÓCIOS** [Economia. Notícia]. 25/05/2016. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2016/05/sai-o-ipo-e-entra-opa.html>> Acesso em 31/05/2016.

CAMINHA, U. Securitização. In: **Tratado de Direito Comercial**. Relações Societárias. Mercado de Capitais. Capítulo 14.3. São Paulo. Ed. Saraiva, 2015, p. 265-297.

CARNEIRO, F. G. Governança Corporativa: o início e as tendências atuais. **Revista ABAMEC**. Rio de Janeiro: ABAMEC, v. 28, n. 4, jun. 2000.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 19-32, julho/setembro de 2002.

CARVALHOSA, M. O acordo de controle como pacto social. In: **Tratado de Direito Comercial**. Relações Societária e Mercado de Capitais. COELHO, F. U., Capítulo 12.3. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2009.

CASTRO, R. R. M. **Controle Gerencial**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 294 p. O Controlador, In: **Tratado de Direito Societário**, Vol. 4. Relações Societárias e Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 22-39.

VIII Congresso de Contabilidade da Universidade Nacional do Nordeste da Argentina. **Governança Corporativa – Aplicabilidade do Conceito, dos Princípios e Indicadores à Gestão de Pequenas e Médias Organizações**. CHAGAS, José Ferreira. Disponível em: <<http://eco.unne.edu.ar/contabilidad/costos/VIIIcongreso/085.doc>> Acesso em: 2/11/2016

CHANLAT, J. F. **Gestão Empresarial: Uma Perspectiva Antropológica**. São Paulo: Cengage Learning, 2011. 250 p.

CHAPMAN, R. **Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management**, Willey Publisher, 2011.

CHEN, C. X.; LU, H., SOUGIANNIS, T. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General and Administrative Costs. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 1, p. 252-282, ECORRODOVIASera de 2012.

COASE, Ronald. The Nature of the Firm. In: **Econômica**, 4. 1937. p. 386 – 405.

COELHO, F. U. As Relações Societárias. Cap. 12.1, **Tratado de direito comercial**. Relações Societárias mercado de Capitais. Vol. 4. São Paulo. Ed. Saraiva. 2015. P. 13-21.

COHEN, S.; LAUTERBACH, B. Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, n. 1, p. 4-15, fev. 2008

COMPARATO, F. K. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977. 398 p.

\_\_\_\_\_. **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995. 553 p.

CORBETTA, P. (2003). **Metodología y técnicas de investigación social**. Madrid. McGrawHill, 448 p.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate Governance, CEO Compensation, and Firm Performance, Fev. 1997. **Paper SSRN**. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=10376](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=10376)> Acesso em 02/11/2016.

CORE, J.E; HOLTHAUSEN, W., LARCHER, D.F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA, 19104-6365, USA, Elsevier, Journal of Financial Economics 51 (1999) 371-406, July, revised from 1 July, 1998.

CORREA-LIMA, O. B. **Regra de Julgamento de Negócio**. Disponível em: <<http://www.emagis.com.br/area-gratuita/que-negocio-e-esse/business-judgment-rule-no-brasil/>> Acesso em 03/03/2017.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**. Instrução CVM Nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 jan. 2002. Suplemento.

Instrução CVM Nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 jan. 2004. Ratificada do Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 25 fev. 2004. Suplemento.

Processo Administrativo CVM Nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 9 setembro de 2010. [Processo]. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/decisooes/>>. Acesso em: 07/09/2016.

DAVIS, G. Re-Imagining the Corporations. **Paper**. Members on Library. Minnesota University. 24/04/2012. Disponível em: < <http://50.87.169.168/OJS/ojs-2.4.4-1/index.php/LERAMR/article/view/1726>> Acesso em 21/07/2016.

DINIZ, G. S. **Conflitos de interesses na sociedade anônima**. Saraiva, 2015, São Paulo.

DOUGLAS, W. O.; BATES, G. E. The Federal Securities Act of 1933. **The Yale Law Journal**, v. 43, n. 2, p. 171–217, dez. 1933.

DYER JR, W. G.; WHETTEN, D. A. Family Firms and Social Responsibility: Preliminary Evidence from the S&P 500. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 30, n. 6, p. 785-802, nov. 2006.

EIZIRIK, N., 2015, Autorregulação do mercado de capitais no Brasil. In: COELHO, F. U. **Tratado de Direito Comercial: Relações Societárias e Mercado de Capitais**. São Paulo. Ed. Saraiva. 2015. p. 249-264.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FERES, M. A. Societas Europea (SE): O Tipo da Sociedade Anônima Transnacional no Âmbito da Europa. In: SILVA, A. C. Direito Societário – **Estudos sobre a Lei das sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 345 – 375.

FRANCO NETO, A. A. Responsabilidade de Administrador de Companhia. Uma leitura do art. 153 da Lei das S.A. à Luz do Direito Administrativo Sancionador. In: **Direito Societário: Estudos Sobre a Lei de Sociedades Por Ações**. Coordenador: Alexandre Couto Silva. São Paulo. Saraiva. 2013. P. 301-330.

GELMAN, M; CASTRO, L. R. K.; SEIDLER, V.; Efeitos da Vinculação de Conselheiros ao Acordo de Acionistas no Valor da Firma. **Revista de Administração de Empresas**, vol. 55 n. 3, São Paulo maio/jun. 2015. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902015000300345&lng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902015000300345&lng=pt)> Acesso em: 18/11/2016.

GELTER, M.; HELLERINGER, G. Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors' Duties Really Owed? Law **Working Paper n. 255**. 2014. Fordham University and ECGI; ESSEC Business Scholl Paris-Singapore. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/wp>> Acesso em: 18/11/2016.

GERREIRO, J. A. T. A Lei de Sociedades Anônimas e o Código. Prefácio de Direito Societário: **Estudos Sobre a Lei de Sociedade Por Ações**. SILVA. A. C. coord. São Paulo. Saraiva. 2013. P. 11-17.

GIANFRATE, G. What Do Shareholders' Coalitions Really Want? Evidence from Italian voting trusts. **Corporate Governance**, v. 15, n. 2, p. 122-132, mar. 2007.

GOLDIN, J. R. **Conflito de Interesses na Área da Saúde**. 2002. Texto disponível em <<https://www.ufrgs.br/bioetica/conflit.htm>> Acesso em 25/10/2016.

GOMES, A.; NOVAES, W.; **Sharing of Control versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms**. Armando Gomes Washington University Walter Novaes PUC-Rio May 2006. <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/gomes/gomesnovaes.pdf> .Acesso em 28/11/2016.

HART, O., Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, mai. 1995.

INFOMONEY. MORENO, F. Bovespa Tem a Mesma Quantidade de Empresas que Bolsa da Mongólia e Vietnã. [Mercado. Notícia]. 24/05/2013. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/2785114/bovespa-tem-mesma-quantidade-empresas-que-bolsa-mongolia-vietna>. Acesso em: 15/11/2016.

INSTITUTO ATKWHH, 2016. Princípios e Diretrizes de Governança Corporativa. CVM. Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.institutoatkwhh.org.br/compendio/?q=node/37>> Acesso em 25/07/2016

**INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC)**. Relatório Anual 2014. Disponível em:

<[http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/IBGC\\_Relatorio\\_Anual\\_2014.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/IBGC_Relatorio_Anual_2014.pdf)>, Acesso em: 12/09/2016.

Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015. 108 p.

INVESTOPEDIA. 2016. Disponível em: [documento eletrônico]. <<http://www.investopedia.com/terms/p/publiccompany.asp>> Acesso em: 20/09/2016.

Shaplay Value. **Comparative Advantages. Absolute Advantages.** Disponível em <<http://www.investopedia.com/terms/s/shapley-value.asp>> Acesso em 20/09/2016.

JENSEN M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 3, p. 305-360, 1976.

KHAN, H.; DHARWADKAR, R.; BRANDES, P. Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. **Journal of Business Research**, v. 58, p. 1978-1088, 2005.

KERSTENETZKY, J. A natureza da firma contemporânea: O problema da governança corporativa à luz da história do pensamento econômico. **Revista Econômica**, Rio de Janeiro, v.9, n. 2, p. 209-238, dezembro 2007.

KOCHHAR, R. Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. 9, p. 713-728, nov. 1996.

KRAAKMAN, R.; HANSMANN, H.; ARMOUR, J. Harvard, Agency Problems, Legal Strategies And Enforcement. **Discussion Paper N. 644, Harvard Law Scholl**. Cambridge, 2009

KRAAKMAN, R.; GILSON, R. J. Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. April 2012 **Draft**, <<http://www1.law.umn.edu/uploads/12/d7/12d77c902205da28b32a345e4497654e/CLEAN-EMCH-4-1-12-2-2-Kraakman.pdf>> Acesso em 12/11/2016.

Kraakman, R.; Armour, J., Davies, P.; Enriques, L.; Hansmann, H. Hertig, G.; Hopt, K.; Kanda, H.; Pargendler, M.; Ringe, W-G.; Rock, E.; The Anatomy of Corporate Law, A comparative and Functional Approach, 2017 3<sup>rd</sup>. Edition, <https://global.oup.com/academic/product/the-anatomy-of-corporate-law-9780198724315?cc=be&lang=en&>, ISBN: 9780198724315

LA PORTA, R.; LOPEZ-De-SILANES, F.; SHLEIFER, A. **Corporate Ownership Around the World**. The Journal of Finance, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.

\_\_\_\_\_. Government Ownership of Banks. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 265-301, fev. 2002.

LAEVEN, L.; LEVINE, R. Bank Governance, Regulation, and Risk Taking. **Journal of Financial Economics**, v. 93, n. 2, p. 259-275, ago. 2009. [http://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v\\_3a93\\_3ay\\_3a2009\\_3ai\\_3a2\\_3ap\\_3a259-275.htm](http://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a93_3ay_3a2009_3ai_3a2_3ap_3a259-275.htm). Acesso em 12/11/2016.

LEI DE VALORES IMOBILIÁRIOS DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Definition of Eligible Portfolio Company under the Investment Company Act of 1940. 08/11/2004. Disponível em < <https://www.sec.gov/rules/proposed/ic-26647.pdf>>. Acesso em 21/07/2016.

\_\_\_\_\_. Questionable and Illegal Corporate Payments and Practices. Maio de 1976. Disponível em < <https://www.sec.gov/spotlight/fcpa/sec-report-questionable-illegal-corporate-payments-practices-1976.pdf>>, Acesso em 22/07/2016.

**Leis estadunidenses** n°. 107 a 204. 30/07/2002. Disponível em: < <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>, Acesso em: 22/07/2016.

LEITE, E. S.. Governança corporativa e mídia: a construção de uma nova realidade social? In: V Workshop Empresa, Empresários e Sociedade - O Mundo Empresarial e a Questão Social, 2006, Porto Alegre. **Anais eletrônicos...** Porto Alegre: PUCRS, 2006.

LOBO, J. Governo da sociedade empresária, In: **Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais**. São Paulo. Saraiva. 2015. P. 175-223.

McDONALD, L. G.; ROBINSON, P. A **Colossal Failure of Common Sense**. Nova York: Crown Publishing, 2010. 350 p.

MASSULO, H., Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: a Comparison Between the U.S. and Brazil. **Revista de Direito Internacional**, v. 12, n. 2, 2015.

MAURY, B.; PAJUSTE, A. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1813-1834, jul. 2005.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Power and Accountability: Restoring the Balance of Power Between Corporation Owners and Society**. Oklahoma: Harper Business, 1991.

MONTEIRO, W. B. **Curso de direito civil: Direito das obrigações**. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. vol. 4.

MORCK, R.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, mar. 1988.

MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problems in Large Family Business Groups. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 27, n. 4, p. 331-424, jun. 2003.

MUNHOZ, E. S. **Aquisição e Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. P.81, 416.

MÜSSNICH F. A. M.; LOBAO MELO, V. B., **Análise Prática e Considerações sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias Abertas Brasileiras (Brazilian Pills)**.



NASCIMENTO, J. P. B. Regra do Julgamento do Negócio **Instituto Brasileiro de Estudos de Concorrência, Consumo e Comércio Internacional** N. 07, 22 a 28 de fevereiro de 2010. Disponível em: <[http://www.ibrac.org.br/Uploads/PDF/Clipping2010/Clipping\\_do\\_Ibrac\\_07\\_2010.pdf](http://www.ibrac.org.br/Uploads/PDF/Clipping2010/Clipping_do_Ibrac_07_2010.pdf)> Acesso em 19/11/2016.

**ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO** (OCDE). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico: Paris, 2004. 70 p.

OLIVEIRA, F. N.; MOSER, E. M. Determinantes da Estrutura de Liderança do Conselho das Empresas Brasileiras. **Banco Central do Brasil**, ago. 2015. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD397.pdf>> Acesso em 25/08/2016.

PENNA, P. E. Alienação de controle de companhia aberta. In: **Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais**. Coord. COELHO, F. U. Cap. 14.4. São Paulo. Saraiva, 2015, p. 298-332.

PERIN JUNIOR, E. **A Lei n. 10.303/2001 e a Proteção do Acionista Minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004. 158 p.

\_\_\_\_\_. A Proteção do Acionista Minoritário. In: **Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais**. Coord. COELHO, F. U. Cap. 14.4. São Paulo. Saraiva, 2015, p. 73-96.

PIMENTA, E. G. A *Affectio Societatis* nas Companhias Fechadas. In: **Direito Societário: Estudos Sobre a Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 331-344.

PINHEIRO, A. L.; CARRIERI, A. P.; JOAQUIM, N. F. Esquadrinhando a Governança Corporativa: o Comportamento dos Personagens sob o Ponto de Vista dos Discursos dos Autores Acadêmicos 2012. In: **XXXVI Encontro Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração**, Rio de Janeiro, 2012. R. Cont. Fin. da USP, São Paulo, v. 24, n. 63, p. 231-242, set-dez. 2013.

PINTO JUNIOR, M. E. Sociedade de economia mista. In: **Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais**. São Paulo. Saraiva. 2015.

PROENÇA, J. M. M. Informações privilegiadas no mercado de capitais. In: **Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado de Capitais**. São Paulo. Saraiva. 2015. P.398-424.

RATHENAU, W. **Von Kommenden Dingen**. Berlin: S. Fischer, 1918. 352 p. Disponível em: <<https://archive.org/details/vonkommendending00rathuoft>> Acesso em 10/11/2016.

RAVACHE, L. A. T.; ESTELLITA, A. A.; FERREIRA, L. H. R. Conflito de interesses e benefício particular em matérias sujeitas a deliberações em assembleias de sociedades anônimas e em órgãos colegiados de fundos de investimentos. **Revista do BNDES**, n. 35, p. 339-364, jun. 2011.

RIPLEY, W. Z., **Main Street and Wall Street**. Boston: Little, Brown and Company, 1927. Reprint by Forgotten Books 2012. 359 p.

ROSMAN, L. A. C. Capital Social – Princípios da Realidade e da Intangibilidade – Funções e Disfunções (Aumento de Capital da Petrobras em 2010 e Determinadas Regras do IFRS). In: **Direito Societário: Estudos Sobre a Lei de Sociedades por Ações**. Coordenador SILVA., A. C. São Paulo. Saraiva. 2013. p. 61-117.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 602 p.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE - Clássicos**, v. 48, n. 2, abr/jun. 2008. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> Acesso em 20/10/2016.

SALE, H. General Corporate Governance Concepts in Delaware. **Cornell Law Review**, v. 89, n. 2, article 6, jan. 2004, p. 457-494. Disponível em <<https://delawarelaw.widener.edu/corp-law>> Acesso em 05/08/2016.

SILVA, A. C. **Direito Societário: Estudos Sobre a Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo. Saraiva. 2013.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C., orgs. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo Atlas, 2007.

SILVA, R. C. F.; SEIBERT, R. M. Governança Corporativa: Histórias e Tendências. Vivências: **Revista Eletrônica de Extensão da URI**, v. 11, n. 20, p.30-46, mai. 2015.

SILVEIRA, A. D. M.. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. Tese de Doutorado. Programa de Pós-graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: Novembro 2004. 250 p.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. de C. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras, **ERA**, v. 43, 2003.

\_\_\_\_\_. Acionista Controlador e fluxo de caixa, **R. Adm.**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, out/nov/dez. 2004.

\_\_\_\_\_. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **REAd**, ed. 61. v. 14, n. 3, set./dez. de 2008.

SILVEIRA, G. M. **Boas Práticas de Governança Corporativa: Um Estudo Sobre sua Aplicabilidade no Setor Público**. Trabalho de Conclusão de Curso. Curso de Ciências Contábeis da Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC. Criciúma, 2015.

SMITH, A. **A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas**. Vol. I. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

SIMÕES, P. C. G. **Governança Corporativa e o exercício do voto nas S.A.** Rio de Janeiro: Luem Juris, 2003. 149 p.

SOUZA, F. C.; BORBA, J. A. Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: Uma Revisão de Artigos Publicados no Exterior. *Contab. Vista & Rev.*, v. 18, n. 2, p. 35-48, abr./ jun. 2007 <http://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/325/318>

SOUZA, T. M. G. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas.** São Paulo: Atlas, 2005, 2011.

**THE COMMITTEE ON FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE AND CO. LTD (CADBURY).** The Financial Aspects of Corporate Governance. Report of the Committee On. Londres: Editora Gee, 1992. 90 p.

THOMPSON, D. F. Understanding Financial Conflicts of Interest. *The New England Journal of Medicine*, v. 329, n. 8, p. 573-576, 19 agosto de 1993.

TOLEDO, P. F.C. S. O conselho de administração e a governança corporativa. [Parte de Monografia/Livro]. In: **Tratado de Direito Comercial** [S.I.: s.n.], 2015.

TRAVASSOS, A. C. Responsabilidade Social das Empresas: Um enfoque Atual. In: **Direito Societário: Estudos Sobre a Lei de Sociedades Por Ações.** São Paulo. Saraiva. 2013. p. 377-404.

**U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC).** Lei de Valores Imobiliários dos Estados Unidos da América do ano de 1933. Disponível em < <https://www.sec.gov/about/laws/puhca35.pdf> >, acessado em 21/07/2016.

VALLADÃO, E. A.N.F. ADAMEK, M. V. VON. **Da Invalidade da Deliberação Assemblear Contrastante com as Regras de Fixação de Preço de Emissão de Ações** (LSA, art. 170, Par. 1º)

VOLPIN, P. F. Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 1, p. 61-90, abr. 2002.

WALD, A. A arbitragem nos conflitos societários. In: **Tratado de Direito Comercial.** Relações Societárias e Mercado de Capitais. São Paulo. Saraiva. 2015. P. 121-151.

WEBB, R.; BRAHMA, S. **Mercados Financeiros.** São Paulo. Saraiva. 2015. 344 p.

YAZBEK, O. Mercado de capitais. In: **Tratado de Direito Comercial.** Relações Societárias e Mercado de Capitais. São Paulo. Saraiva. 2015. P. 227-248.

## ANEXOS

## ANEXO 1 – EMPRESAS LISTADAS NA BMF BOVESPA EM DEZEMBRO DE 2016

Item	Empresas Listadas	Ação	Segmento
1	524 PARTICIPACOES S.A.	524 PARTICIP	MB
2	AES ELPA S.A.	AES ELPA	
3	AES TIETE ENERGIA SA	AES TIETE E	N2
4	AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	AFLUENTE	
5	AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	AFLUENTE T	
6	AGRENCO LTD.	AGRENCO	DR3
7	ALEF S.A.	ALEF S/A	MB
8	ALFA HOLDINGS S.A.	ALFA HOLDING	
9	ALGAR TELECOM S/A	CTBC TELECOM	
10	ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCCE	NM
11	ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A.	ALL NORTE	MB
12	ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA PAULISTA S.A.	ALL PAULISTA	MB
13	ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS	N1
14	ALTERE SECURITIZADORA S.A.	ALTERE SEC	
15	ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	ALTUS S/A	M2
16	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	ALUPAR	N2
17	AMBEV S.A.	AMBEV S/A	
18	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	AMPLA ENERG	
19	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	AGCONCESSOES	MB
20	ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPACOES S.A.	AGPART	MB
21	APICE SECURITIZADORA S.A.	APICESECURIT	
22	ÁQUILLA SECURITIZADORA S.A.	AQUILLA SEC	
23	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	AREZZO CO	NM
24	ARTERIS S.A.	ARTERIS	
25	ATOM PARTICIPACOES S.A.	ATOMPAR	
26	AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	AZEVEDO	
27	B.I. CIA SECURITIZADORA S.A.	BI CIA SEC	MB
28	B2W - COMPANHIA DIGITAL	B2W DIGITAL	NM
29	BAHEMA S.A.	BAHEMA	
30	BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	EBE	
31	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO	BANESTES	
32	BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	BARDELLA	
33	BARIGUI SECURITIZADORA S.A.	BARIGUI SEC	

34	BASEL PARTICIPACOES S.A.	BASEL	MB
35	BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.	BATTISTELLA	
36	BAUMER S.A.	BAUMER	
37	BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	BBSEGURIDADE	NM
38	BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL	N2
39	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	ALFA INVEST	
40	BCO AMAZONIA S.A.	AMAZONIA	
41	BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO	N1
42	BCO BRASIL S.A.	BRASIL	NM
43	BCO BTG PACTUAL S.A.	BTGP BANCO	
44	BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL	
45	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	BANESE	
46	BCO ESTADO DO PARA S.A.	BANPARA	
47	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL	N1
48	BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL	N2
49	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	MERC INVEST	
50	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.	MERC BRASIL	
51	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.	NORD BRASIL	
52	BCO PAN S.A.	BANCO PAN	N1
53	BCO PATAGONIA S.A.	PATAGONIA	DR3
54	BCO PINE S.A.	PINE	N2
55	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	SANTANDER BR	
56	BCO SANTANDER S.A.	BANSANTANDER	DR3
57	BCO SOFISA S.A.	SOFISA	
58	BELAPART S.A.	BELAPART	MB
59	BELEZA PARTICIPAÇÕES S.A.	BELEZA PART	MB
60	BETA SECURITIZADORA S.A.	BETA SECURIT	
61	BETAPART PARTICIPACOES S.A.	BETAPART	MB
62	BICICLETAS MONARK S.A.	BIC MONARK	
63	BIOMM S.A.	BIOMM	MA
64	BIOSEV S.A.	BIOSEV	NM
65	BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMFBOVESPA	NM
66	BNDES PARTICIPACOES S.A. - BNDESPAR	BNDESPAR	MB
67	BOMBRIL S.A.	BOMBRIL	
68	BONAIRE PARTICIPACOES S.A.	BONAIRE PART	MB
69	BR HOME CENTERS S.A.	BR HOME	MA
70	BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A.	BR INSURANCE	NM
71	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR	NM
72	BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT	NM

73	BRDESCO LEASING S.A. ARREND MERCANTIL	BRDESCO LSG	
74	BRADSPAR S.A.	BRADSPAR	N1
75	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS	NM
76	BRASIL PHARMA S.A.	BR PHARMA	NM
77	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO	NM
78	BRASKEM S.A.	BRASKEM	N1
79	BRASMOTOR S.A.	BRASMOTOR	
80	BRAZIL REALTY CIA SECURIT. CRÉD. IMOBILIÁRIOS	BRAZIL REALT	
81	BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.	BRAZILIAN FR	
82	BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO	BRAZILIAN SC	
83	BRB BCO DE BRASILIA S.A.	BRB BANCO	
84	BRC SECURITIZADORA S.A.	BRC SECURIT	
85	BRF S.A.	BRF SA	NM
86	BRPR 45 SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	BRPR 45 SEC	
87	BRPR 46 SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	BRPR 46 SEC	
88	BRPR 55 SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	BRPR 55 SEC	
89	BRPR 56 SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.	BRPR 56 SEC	
90	BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A.	BRQ	MA
91	BTG PACTUAL PARTICIPATIONS. LTD.	BTG PACTUAL	DR3
92	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	BUETTNER	
93	BV LEASING - ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	BV LEASING	
94	CABINDA PARTICIPACOES S.A.	CABINDA PART	MB
95	CACHOEIRA PAULISTA TRANSMISSORA ENERGIA S.A.	CACHOEIRA	MB
96	CACONDE PARTICIPACOES S.A.	CACONDE PART	MB
97	CAGECE - CIA DE AGUA E ESGOTO DO CEARA	CAGECE	
98	CAIANDA PARTICIPACOES S.A.	CAIANDA PART	MB
99	CAMBUCI S.A.	CAMBUCI	
100	CAPITALPART PARTICIPACOES S.A.	CAPITALPART	MB
101	CCB BRASIL ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.	BICLEASING	
102	CCR S.A.	CCR SA	NM
103	CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	CCX CARVAO	NM
104	CELULOSE IRANI S.A.	CELUL IRANI	
105	CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.	CEMEPE	
106	CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	CEMIG DIST	
107	CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	CEMIG GT	
108	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS	N1

109	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC	N2
110	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	CELPA	
111	CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	ALLIAR	NM
112	CERAMICA CHIARELLI S.A.	CHIARELLI	
113	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP	N1
114	CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	CETIP	NM
115	CIA ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	CABAMBIENTAL	MA
116	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD	N1
117	CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.- CASAN	CASAN	
118	CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	CELGPAR	
119	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO- CEG	CEG	
120	CIA DOCAS DE IMBITUBA	DOC IMBITUBA	
121	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	COELBA	
122	CIA ENERGETICA DE BRASILIA	CEB	
123	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG	N1
124	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	CELPE	
125	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	COELCE	
126	CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	CEMAR	MB
127	CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	COSERN	
128	CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET- CEEE-D	CEEE-D	N1
129	CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET- CEEE-GT	CEEE-GT	N1
130	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	FERBASA	N1
131	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO	N1
132	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	COMGAS	
133	CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES	HABITASUL	
134	CIA HERING	CIA HERING	NM
135	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	IND CATAGUAS	
136	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	SCHLOSSER	
137	CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LOCAMERICA	NM
138	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	MELHOR SP	
139	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL	N1
140	CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	PAR AL BAHIA	
141	CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	PAUL F LUZ	
142	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	CPFL PIRATIN	
143	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP	NM
144	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS- COPASA MG	COPASA	NM

145	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	SANEPAR	
146	CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA	SEG AL BAHIA	
147	CIA SIDERURGICA NACIONAL	SID NACIONAL	
148	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	COTEMINAS	
149	CIA TECIDOS SANTANENSE	SANTANENSE	
150	CIBRASEC - COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZACAO	CIBRASEC	
151	CIELO S.A.	CIELO	NM
152	CIMS S.A.	CIMS	
153	CINESYSTEM S.A.	CINESYSTEM	MA
154	COBRASMA S.A.	COBRASMA	
155	CONC AUTO RAPOSO TAVARES S.A.	CONC RAPOSO	
156	CONC DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE GUARULHOS S.A.	GRU AIRPORT	MB
157	CONC ECOVIAS IMIGRANTES S.A.	ECOVIAS	
158	CONC RIO-TERESOPOLIS S.A.	CONC RIO TER	MB
159	CONC ROD AYRTON SENNA E CARV PINTO S.A.-ECOPISTAS	ECOPISTAS	
160	CONC ROD OSORIO-PORTO ALEGRE S.A-CONCEPA	CONCEPA	
161	CONC ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A	VIAOESTE	
162	CONC RODOVIA PRES. DUTRA S.A.	NOVADUTRA	
163	CONC RODOVIAS DO TIETÊ S.A.	ROD TIETE	
164	CONC ROTA DAS BANDEIRAS S.A.	RT BANDEIRAS	
165	CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN	AUTOBAN	
166	CONSERVAS ODERICH S.A.	ODERICH	
167	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.	ALFA CONSORC	
168	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	CONST A LIND	
169	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	LIX DA CUNHA	
170	CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	SULTEPA	
171	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	CONTAX	NM
172	CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA	COR RIBEIRO	
173	COSAN LIMITED	COSAN LTD	DR3
174	COSAN LOGISTICA S.A.	COSAN LOG	NM
175	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN	NM
176	CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA	NM
177	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	CPFL RENOVAV	NM
178	CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	CPFL GERACAO	
179	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2	NM



180	CREMER S.A.	CREMER	
181	CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	CRISTAL	
182	CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST	NM
183	CTC - CENTRO DE TECNOLOGIA CANAVIEIRA S.A.	CTC S.A.	MA
184	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST	N1
185	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	CVC BRASIL	NM
186	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDEPART	CYRELA REALT	NM
187	CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP	NM
188	DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	D H B	
189	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA	
190	DIBENS LEASING S.A. - ARREND.MERCANTIL	DIBENS LSG	
191	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	DIMED	
192	DINAMICA ENERGIA S.A.	DINAMICA ENE	MB
193	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL	NM
194	DOHLER S.A.	DOHLER	
195	DOMMO EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	DOMMO EMPR	MB
196	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	DTCOM-DIRECT	
197	DUFRY A.G.	DUFRY AG	DR3
198	DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	GER PARANAP	
199	DURATEX S.A.	DURATEX	NM
200	DUXXI IMOBILIÁRIA S.A.	DUXXI	
201	ECO SECURITIZADORA DIREITOS CRED AGRONEGÓCIO S.A.	ECO SEC AGRO	MB
202	ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.	ECON	
203	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS	NM
204	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR	NM
205	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	ACO ALTONA	
206	ELEKEIROZ S.A.	ELEKEIROZ	
207	ELEKTRO REDES S.A.	ELEKTRO	
208	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	ELETROPAR	
209	ELETRON S.A.	ELETRON	MB
210	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO	N2

211	EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	EMAE	
212	EMBRAER S.A.	EMBRAER	NM
213	EMPRESA CONC RODOV DO NORTE S.A.ECONORTE	ECONORTE	
214	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	ENCORPAR	
215	ENERGISA MATO GROSSO DO SUL - DIST DE ENERGIA S.A.	ENERSUL	
216	ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	ENERGISA MT	
217	ENERGISA S.A.	ENERGISA	N2
218	ENEVA S.A	ENEVA	NM
219	ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	ENGIE BRASIL	NM
220	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL	NM
221	ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.- ESCELSA	ESCELSA	
222	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART	NM
223	ETERNIT S.A.	ETERNIT	NM
224	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	EUCATEX	N1
225	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN	NM
226	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	EXCELSIOR	
227	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC	NM
228	FERREIRA GOMES ENERGIA S.A.	FGENERGIA	
229	FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.	FER C ATLANT	
230	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER	NM
231	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.	TECEL S JOSE	
232	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	FIBAM	
233	FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA	NM
234	FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS	ALFA FINANC	
235	FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	FINANSINOS	
236	FLEURY S.A.	FLEURY	NM
237	FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS	N2
238	FORNO DE MINAS ALIMENTOS S.A.	FORNODEMINAS	MA
239	FPC PAR CORRETORA DE SEGUROS S.A.	PARCORRETORA	NM
240	FRAS-LE S.A.	FRAS-LE	N1
241	FRIGOL FOODS PARTICIPAÇÕES S.A.	FRIGOL FOODS	
242	FUTURETEL S.A.	FUTURETEL	MB
243	GAEC EDUCAÇÃO S.A.	ANIMA	NM
244	GAFISA S.A.	GAFISA	NM
245	GAIA AGRO SECURITIZADORA S.A.	GAIA AGRO	

246	GAIA SECURITIZADORA S.A.	GAIA SECURIT	MB
247	GAMA PARTICIPACOES S.A.	GAMA PART	MB
248	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP	NM
249	GERDAU S.A.	GERDAU	N1
250	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL	N2
251	GP INVESTMENTS. LTD.	GP INVEST	DR3
252	GPC PARTICIPACOES S.A.	GPC PART	
253	GRAZZIOTIN S.A.	GRAZZIOTIN	
254	GRENDENE S.A.	GRENDENE	NM
255	GRUCAI PARTICIPACOES S.A.	GRUCAI	
256	GUARARAPES CONFECOES S.A.	GUARARAPES	
257	HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	HAGA S/A	
258	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR	NM
259	HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	HERCULES	
260	HIDROVIAS DO BRASIL S.A.	HIDROVIAS BR	
261	HOPI HARI S.A.	PQ HOPI HARI	
262	HOTEIS OTHON S.A.	HOTEIS OTHON	
263	HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS	NM
264	IDEIASNET S.A.	IDEIASNET	NM
265	IGB ELETRÔNICA S/A	IGB S/A	
266	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI	NM
267	INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.	J B DUARTE	
268	INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI	NM
269	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	INEPAR	
270	INFRASEC SECURITIZADORA S.A.	INFRASEC	
271	INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	IMC S/A	NM
272	INVESTCO S.A.	INVESTCO	
273	INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	INVEST BEMGE	
274	INVESTIMENTOS E PARTICIP. EM INFRA S.A. - INVEPAR	INVEPAR	MB
275	IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION	NM
276	ISEC SECURITIZADORA S.A.	ISEC	
277	ITAITINGA PARTICIPACOES S.A.	ITAITINGA	
278	ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	ITAPEBI	
279	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO	N1
280	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA	N1
281	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	ITAUTEC	
282	J. MACEDO S.A.	J.MACEDO	
283	JBS S.A.	JBS	NM
284	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	JEREISSATI	

285	JEREISSATI TELECOM S.A.	LA FONTE TEL	
286	JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART	NM
287	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JOAO FORTES	
288	JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	JOSAPAR	
289	JSL S.A.	JSL	NM
290	KARSTEN S.A.	KARSTEN	
291	KEPLER WEBER S.A.	KEPLER WEBER	
292	KLABIN S.A.	KLABIN S/A	N2
293	KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON	NM
294	LAEP INVESTMENTS LTD.	LAEP	DR3
295	LIBRA TERMINAL RIO S.A.	LIBRA T RIO	
296	LIGHT S.A.	LIGHT S/A	NM
297	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	LIGHT	
298	LINX S.A.	LINX	NM
299	LITEL PARTICIPACOES S.A.	LITEL	MB
300	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA	NM
301	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN	NM
302	LOJAS AMERICANAS S.A.	LOJAS AMERIC	
303	LOJAS HERING S.A.	LOJAS HERING	
304	LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER	NM
305	LONGDIS S.A.	LONGDIS	MB
306	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL	NM
307	LUPATECH S.A.	LUPATECH	NM
308	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO	NM
309	MAESTRO LOCADORA DE VEICULOS S.A.	MAESTROLOC	MA
310	MAGAZINE LUIZA S.A.	MAGAZ LUIZA	NM
311	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	MAGNESITA SA	NM
312	MAHLE-METAL LEVE S.A.	METAL LEVE	NM
313	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL	
314	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	ESTRELA	
315	MAORI S.A.	MAORI	MB
316	MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO	N2
317	MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	MARFRIG	NM
318	MARISA LOJAS S.A.	LOJAS MARISA	NM
319	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	MENDES JR	
320	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.	MERC FINANC	
321	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO	NM
322	METALGRAFICA IGUACU S.A.	METAL IGUACU	
323	METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET	N1

324	METALURGICA RIOSULENSE S.A.	RIOSULENSE	
325	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	METISA	
326	MGI - MINAS GERAIS PARTICIPAÇÕES S.A.	MGI PARTICIP	
327	MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS	NM
328	MINASMAQUINAS S.A.	MINASMAQUINA	
329	MINERVA S.A.	MINERVA	NM
330	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	MINUPAR	
331	MLOG S.A.	MANABI	
332	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER	NM
333	MONTEIRO ARANHA S.A.	MONT ARANHA	
334	MRS LOGISTICA S.A.	MRS LOGIST	MB
335	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV	NM
336	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN	N2
337	MULTIPLUS S.A.	MULTIPLUS	NM
338	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	MUNDIAL	
339	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	NADIR FIGUEI	
340	NAOMI PARTICIPAÇÕES S.A.	NAOMI PART	MB
341	NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA	NM
342	NEOENERGIA S.A.	NEOENERGIA	MB
343	NEWTEL PARTICIPACOES S.A.	NEWTEL PART	MB
344	NOAH PARTICIPAÇÕES S.A.	NOAH PART	MB
345	NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	NORDON MET	
346	NORTEC QUÍMICA S.A.	NORTCQUIMICA	MA
347	NOVA ACAO PARTICIPACOES S.A.	NOVA ACAO PA	
348	NOVA SECURITIZACAO S.A.	NOVA SECURIT	
349	NUMERAL 80 PARTICIPAÇÕES S.A.	SANTOS BRAS	
350	NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NUTRIPLANT	MA
351	OCTANTE SECURITIZADORA S.A.	OCTANTE SEC	
352	ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV	NM
353	OGX PETROLEO E GAS S.A.	NOVA OLEO	
354	OI S.A.	OI	N1
355	ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	OGX PETROLEO	NM
356	OPPORTUNITY ENERGIA E PARTICIPACOES S.A.	OPPORT ENERG	MB
357	OSX BRASIL S.A.	OSX BRASIL	NM
358	OURINVEST SECURITIZADORA SA	OURINVESTSEC	
359	OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	OUROFINO S/A	NM
360	OURO VERDE LOCACAO E SERVICO S.A.	OURO VERDE	
361	PANATLANTICA S.A.	PANATLANTICA	
362	PARANA BCO S.A.	PARANA	N1

363	PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA	NM
364	PATRIA CIA SECURITIZADORA DE CRED IMOB	PATRIA SEC	
365	PBG S/A	PORTOBELLO	NM
366	PDG COMPANHIA SECURITIZADORA	PDG SECURIT	
367	PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT	NM
368	PETRO RIO S.A.	PETRORIO	NM
369	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	PETROBRAS	
370	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	PETTENATI	
371	PIPA CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIO	IMIGRANTES	
372	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	PLASCAR PART	
373	POLO CAPITAL SECURITIZADORA S.A	POLO CAP SEC	
374	POLPAR S.A.	POLPAR	
375	POMIFRUTAS S/A	POMIFRUTAS	NM
376	PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO	NM
377	PORTO SUDESTE V.M. S.A.	PORTO VM	
378	POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF	NM
379	PRATICA PARTICIPACOES S.A.	PRATICA	M2
380	PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN	PROMAN	MB
381	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA	NM
382	PROMPT PARTICIPACOES S.A.	PROMPT PART	MB
383	PRUMO LOGÍSTICA S.A.	PRUMO	NM
384	QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PART	NM
385	QUALICORP S.A.	QUALICORP	NM
386	QUALITY SOFTWARE S.A.	QUALITY SOFT	MA
387	RAIA DROGASIL S.A.	RAIADROGASIL	NM
388	RAIZEN ENERGIA S.A.	RAIZEN ENERG	
389	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART	N1
390	RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO	RBCAPITALRES	MB
391	RB CAPITAL SECURITIZADORA S.A.	RBCAPITALSEC	MB
392	REAL AI PIC SEC DE CREDITOS IMOBILIARIO S.A.	WTORRE PIC	
393	RECRUSUL S.A.	RECRUSUL	
394	REDE ENERGIA S.A.	REDE ENERGIA	
395	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	PET MANGUINH	
396	RENOVA ENERGIA S.A.	RENOVA	N2

397	RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC	NM
398	RET PARTICIPACOES S.A.	RET PART	MB
399	RGE SUL DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	AES SUL	
400	RIO GRANDE ENERGIA S.A.	RIO GDE ENER	
401	RJ CAPITAL PARTNERS S.A.	RJCP	
402	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB	NM
403	RODOVIAS DAS COLINAS S.A.	ROD COLINAS	
404	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID	NM
405	RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	RUMO LOG	NM
406	RUMO SA	ALL AMER LAT	
407	SALUS INFRAESTRUTURA PORTUARIA SA	SALUS INFRA	
408	SANESALTO SANEAMENTO S.A.	SANESALTO	
409	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	SANSUY	
410	SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A.	SANTHER	
411	SANTO ANTONIO ENERGIA S.A.	STO ANTONIO	
412	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP	NM
413	SAO CARLOS EMPREENDE PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS	NM
414	SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO	NM
415	SAO PAULO TURISMO S.A.	SPTURIS	
416	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR	N2
417	SAUIPE S.A.	SAUIPE	
418	SCHULZ S.A.	SCHULZ	
419	SELECTPART PARTICIPACOES S.A.	SELECTPART	MB
420	SENIOR SOLUTION S.A.	SENIOR SOL	MA
421	SER EDUCACIONAL S.A.	SER EDUCA	NM
422	SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	ALIPERTI	
423	SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA	NM
424	SMILES S.A.	SMILES	NM
425	SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	SOMOS EDUCA	NM
426	SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SIERRABRASIL	NM
427	SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	SONDOTECNICA	
428	SPRINGER S.A.	SPRINGER	
429	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS	NM
430	STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.	STATKRAFT	MA
431	SUDESTE S.A.	SUDESTE S/A	MB
432	SUL 116 PARTICIPACOES S.A.	SUL 116 PART	MB
433	SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA	N2
434	SUZANO HOLDING S.A.	SUZANO HOLD	
435	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL	N1

436	T4F ENTRETENIMENTO S.A.	TIME FOR FUN	NM
437	TARPON INVESTIMENTOS S.A.	TARPON INV	NM
438	TC SECURITIES CIA DE SECURITIZACAO	TC SECURIT	
439	TCP TERMINAL DE CONTEINERES DE PARANAGUA SA	TCP TERMINAL	
440	TEC TOY S.A.	TECTOY	
441	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.	TEC BLUMENAU	
442	TECHNOS S.A.	TECHNOS	NM
443	TECNISA S.A.	TECNISA	NM
444	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	TECNOSOLO	
445	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA	NM
446	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	TEKA	
447	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	TEKNO	
448	TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	TELEBRAS	
449	TELEFÔNICA BRASIL S.A	TELEF BRASIL	
450	TELINVEST S.A.	TELINVEST	MB
451	TERMELÉTRICA PERNAMBUCO III S.A.	TERM. PE III	
452	TERMINAIS PORTUARIOS PONTA DO FELIX S.A.	TERMIN PORT	
453	TERMINAL GARAGEM MENEZES CORTES S.A.	MENEZES CORT	MB
454	TERMOPERNAMBUCO S.A.	TERMOPE	
455	TERRA SANTA AGRO S.A.	TERRA SANTA	NM
456	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	TEX RENAUX	
457	TGLT S.A	TGLT	DR2
458	TIM PARTICIPACOES S.A.	TIM PART S/A	NM
459	TOTVS S.A.	TOTVS	NM
460	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART	NM
461	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA	N2
462	TREVISIA INVESTIMENTOS S.A.	TREVISIA	
463	TRIÂNGULO DO SOL AUTO-ESTRADAS S.A.	TRIANGULOSOL	
464	TRISUL S.A.	TRISUL	NM
465	TUPY S.A.	TUPY	NM
466	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR	NM
467	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	UNICASA	NM
468	UNIDAS S.A.	UNIDAS	
469	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	UNIPAR	
470	UPTICK PARTICIPACOES S.A.	UPTICK	MB
471	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.- USIMINAS	USIMINAS	N1
472	VALE S.A.	VALE	N1



473	VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VALID	NM
474	VERT COMPANHIA SECURITIZADORA	VERTCIASEC	
475	VIA VAREJO S.A.	VIAVAREJO	N2
476	VISION SECURITIZADORA S.A.	VISION SEC	
477	VITALYZE.ME SAUDE E TECNOLOGIA S.A.	VITALYZE.ME	
478	VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER	NM
479	VULCABRAS/AZALEIA S.A.	VULCABRAS	
480	WEG S.A.	WEG	NM
481	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	WEMBLEY	
482	WETZEL S.A.	WETZEL S/A	
483	WHIRLPOOL S.A.	WHIRLPOOL	
484	WILSON SONS LTD.	WILSON SONS	DR3
485	WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	WLM IND COM	
486	XX DE NOVEMBRO INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	XX NOVEMBRO	MB
487	ZAIN PARTICIPACOES S.A.	ZAIN PART	MB

Legenda:

- (\*) Cotação por lote de mil
- (NM) Cia. Novo Mercado
- (N1) Cia. Nível 1 de Governança Corporativa
- (N2) Cia. Nível 2 de Governança Corporativa
- (MA) Cia. Bovespa Mais
- (M2) Cia. Bovespa Mais Nível 2
- (MB) Cia. Balcão Org. Tradicional
- (DR1) BDR Nível 1
- (DR2) BDR Nível 2
- (DR3) BDR Nível 3
- (DRN) BDR Não Patrocinado

**ANEXO 2 – EMPRESAS COM ACORDO DE ACIONISTAS PUBLICADAS NO SÍTIO DA BMF BOVESPA EM DEZEMBRO DE 2016**

<b>Item</b>	<b>Empresas Listadas com Acordo de Acionistas</b>	<b>Ação</b>	<b>Segmento</b>
1	AES ELPA S.A.	AES ELPA	
2	AES TIETE ENERGIA SA	AES TIETE E	N2
3	AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	AFLUENTE	
4	ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCCE	NM
5	BAHEMA S.A.	BAHEMA	
6	BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL	N2
7	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.	MERC INVEST	
8	BRASKEM S.A.	BRASKEM	N1
9	BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A.	BRQ	MA
10	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC	N2
11	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	CELPA	
12	CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	ALLIAR	NM
13	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	SANEPAR	
14	CIBRASEC - COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZACAO	CIBRASEC	
15	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	CONTAX	NM
16	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN	NM
17	CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA	NM
18	CTC - CENTRO DE TECNOLOGIA CANAVIEIRA S.A.	CTC S.A.	MA
19	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	DTCOM-DIRECT	
20	DUXXI IMOBILIÁRIA S.A.	DUXXI	

21	ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.	ECON	
22	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS	NM
23	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO	N2
24	FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST	FINANSINOS	
25	FRAS-LE S.A.	FRAS-LE	N1
26	GAEC EDUCAÇÃO S.A.	ANIMA	NM
27	GRENDENE S.A.	GRENDENE	NM
28	HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS	NM
29	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	JEREISSATI	
30	JEREISSATI TELECOM S.A.	LA FONTE TEL	
31	MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO	N2
32	MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS	NM
33	PBG S/A	PORTOBELLO	NM
34	PRATICA PARTICIPACOES S.A.	PRATICA	M2
35	QUALITY SOFTWARE S.A.	QUALITY SOFT	MA
36	RAIZEN ENERGIA S.A.	RAIZEN ENERG	
37	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART	N1
38	RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	RUMO LOG	NM
39	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP	NM
40	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR	N2
41	TCP TERMINAL DE CONTEINERES DE PARANAGUA SA	TCP TERMINAL	
42	TECNISA S.A.	TECNISA	NM
43	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA	NM
44	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA	N2
45	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	UNIPAR	

Legenda:

- (\*) Cotação por lote de mil
- (NM) Cia. Novo Mercado
- (N1) Cia. Nível 1 de Governança Corporativa
- (N2) Cia. Nível 2 de Governança Corporativa
- (MA) Cia. Bovespa Mais
- (M2) Cia. Bovespa Mais Nível 2
- (MB) Cia. Balcão Org. Tradicional
- (DR1) BDR Nível 1
- (DR2) BDR Nível 2
- (DR3) BDR Nível 3
- (DRN) BDR Não Patrocinado