

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Faculdade de Gestão e Negócios

Programa de Pós-Graduação em Administração

**GOVERNANÇA CORPORATIVA ANALISADA NOS LIMITES  
CIRCUNSCRITOS DA CRISE *SUBPRIME*: ANÁLISE DOS EFEITOS  
DA CRISE NA VOLATILIDADE DAS AÇÕES NO NOVO MERCADO  
BRASILEIRO E NO *PRIME STANDARD* ALEMÃO**

Márcio Alexandre Fischer

Orientadora: Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Uberlândia  
2012

MÁRCIO ALEXANDRE FISCHER

**GOVERNANÇA CORPORATIVA ANALISADA NOS LIMITES  
CIRCUNSCRITOS DA CRISE *SUBPRIME*: ANÁLISE DOS EFEITOS  
DA CRISE NA VOLATILIDADE DAS AÇÕES NO NOVO MERCADO  
BRASILEIRO E NO *PRIME STANDARD* ALEMÃO**

Dissertação apresentada à Faculdade de  
Gestão e Negócios da Universidade Federal de  
Uberlândia como requisito parcial para  
obtenção do título de Mestre em  
Administração.

Área de Concentração: Gestão Financeira e  
Controladoria

Orientadora: Profa. Dra. Kárem Cristina de  
Sousa Ribeiro

Uberlândia  
2012

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)**

**Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.**

---

F529g Fischer, Márcio Alexandre, 1980-  
2012 Governança corporativa analisada nos limites circunscritos da crise *subprime* : análise dos efeitos da crise na volatilidade das ações no novo mercado brasileiro e no *prime standard* alemão / Márcio Alexandre Fischer. - 2012.

200 f. : il.

Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Governança corporativa - Teses.  
3. Bolsa de valores – Brasil -Teses. 4. Bolsa de valores – Alemanha –Teses.  
5. Crise financeira global, 2008-2009 – Teses. I. Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

---

CDU: 658

**Reitor da Universidade Federal de Uberlândia**

Alfredo Julio Fernandes Neto

**Diretor *Pro Tempore* da Faculdade de Gestão e Negócios**

Walter Gomes da Cunha

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração**

Stella Naomi Moriguchi

**GOVERNANÇA CORPORATIVA ANALISADA NOS LIMITES  
CIRCUNSCRITOS DA CRISE *SUBPRIME*: ANÁLISE DOS EFEITOS  
DA CRISE NA VOLATILIDADE DAS AÇÕES NO NOVO MERCADO  
BRASILEIRO E NO *PRIME STANDARD* ALEMÃO**

**MÁRCIO ALEXANDRE FISCHER**

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa Gestão Financeira e Controladoria, e aprovada em sua forma final pelo programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 19 de abril de 2012.

---

Profa. Dra. Stella Naomi Moriguchi  
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração

Banca Examinadora:

---

Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof. Dr. Ernando Antônio dos Reis  
Universidade Federal de Uberlândia

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

*À minha amada sobrinha Evelyn, na esperança de um promissor futuro; à minha mãe, mestra maior e exemplo na batalha da vida; à minha irmã, com amor e carinho; ao meu incansável colaborador de todas as horas, Acrízio; ao grande Dr. Valdir Machado Valadão (nosso paizão no Mestrado), pelo exemplo como profissional; ao grande Dr. João Yoshio Kusano, melhor exemplo de executivo com o qual já convivi; à Helse e Sílvia Guimarães, as precursoras de tudo, a quem sou eternamente grato; ao grande diplomata francês e amigo maior Joelson Dell Fádua Thrinidad; e à minha orientadora, incansável profissional, Dra. Kárem Ribeiro.*

*Dedico.*

## AGRADECIMENTOS

A Deus, que sempre esteve comigo, mormente nos momentos mais difíceis da vida. As provações pelas quais tenho passado são alicerces reforçados de uma fortaleza crescentemente maior, que ecoam na alma e transcendem para a verdadeira felicidade.

À Profa. Dra. Kárem Cristina de Souza Ribeiro, pelas orientações e pelo aprendizado. Seu jeito de provocar a reflexão é incentivo para a busca do maior e melhor. Sua forma de se entregar à docência reanima em nós a nossa própria prática docente. Os seus desafios nos são sementes para germinar conhecimento.

Ao Prof. Dr. Valdir Machado Valadão, mestre por excelência, cujas idiosincrasias na arte de ensinar despertam vontade e busca constante pelo novo e pelo desafio. Cada resposta não dada propositalmente, *a priori* não muito bem entendida, hoje se descortinam com clareza na dialética da vida.

Ao Prof. Msc. José Eduardo Ferreira Lopes, pelos grandes esclarecimentos tecidos na definição metodológica desta pesquisa, bem como no auxílio pontual com relação à geração dos dados. Sua gentileza, presteza e profundo conhecimento foram suporte fundamental para este estudo.

À Profa. Dra. Stella Naomi Moriguchi, por ser luz constante e incentivadora implacável. Sua forma sempre carinhosa e gentil de encarar os fatos é fermento de motivação. Cada aluno de mestrado deveria ter uma Stella em sua vida.

À minha grandiosa mãe, exemplo maior de guerreira e mestra da vida. Cada gesto, cada palavra, cada ação não compreendida, com o tempo se entende e se aprende que são gestos de amor e compromisso. Que essa nossa família, tão fortemente abalada, continue com seu comando e liderança. Apenas, devo-lhe muito obrigado por simplesmente ser quem é.

À minha irmã, desde pequena provada pelo destino e pela vida, mas que hoje se une a mim por sangue e por afeto incontestes. Que nossa união permeie por todo o sempre como sinal de amor eterno.

À minha amada sobrinha (Tokinho) que, embora não tenha ainda a consciência do verdadeiro amor por ela dedicado, seus olhos exultantes de alegria foram minha força e minha fortaleza. Obrigado por ser esse meu anjinho para sempre.

A todos os meus familiares. Todos sabem do carinho e admiração que tenho, especialmente por serem eles o vínculo de união fraterna que permeia meus sentimentos. Em especial, agradeço à Tintche, Cilda, Chico, Nestor e Sirlei Fischer, Elisangela, Tia Ceci (in memoriam), Matz, Hugo, Genilton, Hedi, Marlete.

Ao Acrízio, por ser dádiva de Deus e exemplo de vida a ser seguido. Amigo, aluno, sócio e agora professor. Sua vida resplandece conhecimento e dedicação. Exemplo maior de verdade, de persistência, de gentileza, de dedicação, e de amor a Deus. Que seus exemplos, agora como professor, revigorem a todos que passarem por você. E que suas palavras ecoem na eternidade.

Aos meus primeiros colegas de mestrado. Especialmente, minha querida Verônica, pelas divagações filosóficas, pelas ideias, pelos artigos vários e pelas confidências e desabafos. Não menos especial meu amigo Claudio, por tantos momentos de alegrias (nunca esquecerei a aula de Análise de Investimento...). Ao amigo Vinícius, por tantas ideias e artigos delas resultantes. Ao xará, Márcio Pimenta, pelo companheirismo e amizade. Um agradecimento mais que especial para Neirelane, sem a qual esta pesquisa não teria sido possível. A gratidão será eterna.

Ao meu melhor amigo, ícone da diplomacia francesa no Brasil, Joelson Dell Fádua Thrinidad. Sua amizade é simplesmente fonte que transborda alegria. É dádiva divina tê-lo como amigo, incentivador, fiel conselheiro. Em todos os momentos tristes, sua voz ecoa como braço forte; nos momentos alegres, sua voz ecoa como braço forte; ou seja, você é meu braço forte.

Finalmente, a duas pessoas especiais, que possibilitaram o início de tudo: Helse e Sílva Guimarães. O jovem que alçou um sonho ao mar teve como barco essas duas maravilhosas criaturas amigas. Obrigado por terem me acolhido no início da minha carreira profissional. Esse aprendizado estará comigo para sempre.

## RESUMO

A governança corporativa emergiu num contexto de necessidade de mecanismos de incentivo e controle, com códigos que são postos à disposição das empresas para aprimorar a própria ideia de governança, com o objetivo de regular o funcionamento das estruturas internas e externas, de forma a conceder aos investidores maior segurança quanto à realização plena de seus objetivos de retorno com baixa volatilidade. É fato, por conseguinte, que empresas, instituições de supervisão e regulação tem calcado sua confiança nos padrões de governança e nos instrumentos de gestão e monitoramento dos riscos a tal ponto de entender que suas decisões poderiam ser tidas como apropriadas e eficientes para evitar ocorrências que desembocassem em riscos sistêmicos. Por isso, este estudo procura responder acerca dos efeitos da crise *subprime* na volatilidade de retorno das ações das empresas listadas no Novo Mercado brasileiro e no *Prime Standard* alemão, nos segmentos comercial, industrial e de serviços. Atém-se aos objetivos de analisar se existe diferença de volatilidade que sejam significativas nos dois países, para as empresas classificadas nos segmentos propostos, nos períodos pré-crise, crise e pós-crise. Na investigação empírica foram utilizados os testes de Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilks, Simetria e Curtose (normalidade dos dados), Levene e Box's M (homogeneidade dos dados) como pressupostos para o Teste *T* de *Student*, além do teste de esfericidade de Greenhouse-Geisser e Huynh-Feldt para a Análise de Variância Multivariada – MANOVA – com medidas repetidas. A utilização do Teste *T* de *Student* analisou a volatilidade das ações brasileiras comparativamente às alemãs, por ano e semestre e dentro das categorias de segmentos empresariais. A análise multivariada com medidas repetidas utilizou os testes de Pillai's Trace, Wilks' Lambda, Hotelling's Trace e Roy's Largest Root para avaliar diferenças de grupos em múltiplas variáveis dependentes métricas simultaneamente. Considerando a metodologia empregada, os resultados apontam para a rejeição das hipóteses de nulidade de igualdade de volatilidade entre as empresas de ambos os países. Porém, confere-se aceitação da hipótese nula entre cada segmento. Nesse sentido, pode-se entender haver diferenças significativas entre a volatilidade das ações brasileiras e alemãs de forma geral, exceto no período do auge da crise, mas tal diferença não é atestada na análise por segmentos. Ademais, o segmento de serviços foi o mais volátil dentre os segmentos analisados.

**Palavras-Chave:** Volatilidade de Retorno das Ações; Novo Mercado Brasileiro; *Prime Standard* alemão; Segmentos Comercial, Industrial e de Serviços.

## **ABSTRACT**

*Corporate governance has emerged in the context of the need for incentive mechanisms and control codes that are available to companies to enhance the very idea of governance, in order to regulate the functioning of the internal and external structures in order to give investors greater certainty as to the fulfillment of their goals return with low volatility. It is a fact, therefore, that businesses, institutions of oversight and regulation has underpinned confidence in the standards of governance and management tools and monitoring of risks to the point of understanding that their decisions could be taken as appropriate and efficient to prevent occurrences finish on systemic risks. Therefore, this study seeks to answer about the effects of subprime crisis in the volatility of stock returns of companies listed on the Novo Mercado in Brazil and Prime Standard German, in the commercial, industrial and services. Adheres to the purposes of analyzing whether there are differences that are significant volatility in both countries, for companies classified in the segments proposed in the pre-crisis, crisis and post crisis. In empirical research we used the Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilks, symmetry and kurtosis (normality of data), Levene's and Box's M (homogeneous data) and assumptions for Student's t test, and test of sphericity Greenhouse - Geisser and Huynh-Feldt for Multivariate Analysis of Variance - MANOVA - repeated measures. The use of Student's t test analyzed the volatility of Brazilian stocks compared to Germany, a year and half and within the categories of business segments. Multivariate analysis with repeated measures tests used Pillai's Trace, Wilks' Lambda, Hotelling's Trace and Roy's Largest Root to assess group differences across multiple metric dependent variables simultaneously. Considering the methodology employed, the results point to the rejection of the null hypothesis of equal volatility between companies of both countries. However, we grant accepting the null hypothesis between each segment. In this sense, one can understand there are significant differences between the volatility of the Brazilian and German actions in general, except during the height of the crisis, but this difference is not attested in the analysis segment. Furthermore, the service sector was the most volatile among the segments analyzed.*

**Keywords:** *Return Volatility of the Shares; New Brazilian Market, Prime Standard German; Segments Commercial, Industrial and Services.*

## LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 – Captação no Mercado de Capitais por Modalidade (em R\$ milhões).....	35
Figura 2.2 – Captação de recursos no mercado de capitais por tipo de instrumento.....	35
Figura 3.1 – Características do Mercado de Capitais .....	89
Figura 4.1 – TED <i>spread</i> – prêmio de risco entre títulos de curto prazo americano e taxa Libor (em %).....	103
Figura 5.1 – Modelo Esquemático Geral da Pesquisa .....	108
Figura 5.2 – Modelo Esquemático do Teste de Hipóteses .....	109
Figura 5.3 – Fases dos Procedimentos Estatísticos.....	115

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 6.1 – Volatilidade Anual das Ações Alemãs e Brasileiras .....	131
Gráfico 6.2 – Volatilidade Semestral das Ações Alemãs e Brasileiras .....	133
Gráfico 6.3 – Volatilidade Anual das Empresas Comerciais da Alemanha e Brasil.....	135
Gráfico 6.4 – Volatilidade Semestral das Empresas Comerciais da Alemanha e Brasil .....	136
Gráfico 6.5 – Volatilidade Anual das Empresas Industriais do Brasil e Alemanha .....	138
Gráfico 6.6 – Volatilidade Semestral das Empresas Industriais do Brasil e Alemanha .....	139
Gráfico 6.7 – Volatilidade Anual das Empresas de Serviço de Brasil e Alemanha .....	141
Gráfico 6.8 – Volatilidade Semestral das Empresas de Serviço de Brasil e Alemanha .....	143
Gráfico 9.1 - Q-Q das Variáveis Dependentes – Análise Anual .....	183
Gráfico 9.2 - Q-Q das Variáveis Dependentes – Análise Semestral .....	185

## LISTA DE QUADROS

Quadro 3.1 – Sistemas de Financiamento e Estrutura de Capital.....	63
Quadro 3.2 – Comparativo dos segmentos de listagem.....	78
Quadro 5.1 – Variáveis dependentes da pesquisa.....	111
Quadro 5.2 – Número de empresas consideradas nas amostras por período de análise .....	114
Quadro 6.1 – Horizonte de análise de dados para medida de retorno (Anos 2005 a 2010)...	146
Quadro 6.2 – Fatores intrassujeitos para o período de 2005 a 2010.....	146
Quadro 6.3 – Horizonte de análise de dados para medida de retorno (Anos 2007 a 2010)...	146
Quadro 6.4 - Fatores intrassujeitos para o período de 2005 a 2010 .....	148

Quadro 6.5 Horizonte de análise para medidas de retorno (Semestres 2005/1 a 2010/2) .....	150
Quadro 6.6 – Fatores intrassujeitos para o período de 2005/1 a 2010/2 .....	151
Quadro 6.7 – Horizonte de análise para medida de retorno (Semestres 2007/1 a 2010/2) ....	152
Quadro 6.8 – Fatores intrassujeitos para o período de 2007/1 a 2010/2 .....	153
Quadro 6.9 – Resultado dos Testes de Hipótese para Análise de Dados Anual .....	156
Quadro 6.10 – Resultado dos Testes de Hipótese para Análise de Dados Semestral.....	157
Quadro 6.11 – Resultado Anual dos Testes de Hipótese para Análise por Segmento .....	159
Quadro 6.12 – Resultado Semestral dos Testes de Hipótese para Análise por Segmento.....	160

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 2.1 – Crescimento do mercado de capitais na década de 1990 .....	37
Tabela 6.1 – Teste de Normalidade para Dados Anuais .....	128
Tabela 6.2 – Teste de Normalidade para Dados Semestrais .....	129
Tabela 6.3 – Volatilidade das ações alemãs e brasileiras de 2005 a 2010 .....	131
Tabela 6.4 – Volatilidade das ações alemãs e brasileiras de 2005/1 a 2010/2 .....	132
Tabela 6.5 – Volatilidade das Ações das Empresas Comerciais Brasileiras e Alemãs no período de 2005 a 2010.....	134
Tabela 6.6 – Volatilidade das Ações das Empresas Comerciais Brasileiras e Alemãs no período de 2005/1 a 2010/2.....	136
Tabela 6.7 - Volatilidade das Ações das Empresas Industriais Brasileiras e Alemãs no período de 2005 a 2010.....	137
Tabela 6.8 – Volatilidade das Ações das Empresas Industriais Brasileiras e Alemãs no período de 2005/1 a 2010/2.....	139
Tabela 6.9 – Volatilidade das Ações das Empresas de Serviço Brasileiras e Alemãs no período de 2005 a 2010.....	140
Tabela 6.10 – Volatilidade das Ações das Empresas de Serviço Brasileiras e Alemãs no período de 2005/1 a 2010/2.....	142
Tabela 6.11 – Teste Box’s M para Dados Anuais .....	143
Tabela 6.12 – Teste Box’s M para Dados Semestrais .....	143
Tabela 6.13 – Teste de Levene para Dados Anuais.....	144
Tabela 6.14 – Teste de Levene para Dados Semestrais .....	144
Tabela 6.15 - Teste de Esfericidade para Medidas Repetidas.....	145
Tabela 6.16 – Resultado dos Testes Multivariados (Anos 2005 a 2010).....	147

Tabela 6.17 – Resultados dos Testes Multivariados (Anos 2007 a 2010) .....	149
Tabela 6.18 – Resultado dos Testes Multivariados (Semestres 2005/1 a 2010/2) .....	151
Tabela 6.19 – Resultados dos Testes Multivariados (Semestres 2007/1 a 2010/2).....	153
Tabela 9.1 – Teste de Homogeneidade de Variâncias para Dados Anuais .....	189
Tabela 9.2 – Teste de Homogeneidade de Variâncias para Dados Semestrais .....	189
Tabela 9.3 – Comparação entre pares de variáveis: país x país .....	191
Tabela 9.4 – Comparação entre pares de variáveis: segmento x segmento .....	191
Tabela 9.5 – Comparação entre pares de variáveis ano x ano.....	191
Tabela 9.6 – Comparação entre pares de variáveis: país x país (nova escala de tempo).....	192
Tabela 9.7 – Comparação entre pares de variáveis: segmento x segmento (nova escala de tempo) .....	193
Tabela 9.8 – Comparação entre pares de variáveis: ano x ano (nova escala de tempo) .....	193
Tabela 9.9 – Comparação entre pares de variáveis: país x país .....	194
Tabela 9.10 – Comparação entre pares de variáveis: segmento x segmento .....	194
Tabela 9.11 – Comparação entre pares de variáveis: semestre x semestre .....	194
Tabela 9.12 – Comparação entre pares de variáveis: país x país (nova escala de tempo).....	197
Tabela 9.13 – Comparação entre pares de variáveis: segmento x segmento (nova escala de tempo) .....	198
Tabela 9.14 – Comparação entre pares de variáveis: semestre x semestre (nova escala de tempo) .....	198

## SUMÁRIO

RESUMO .....	8
<i>ABSTRACT</i> .....	9
1. O PROBLEMA DE PESQUISA .....	16
1.1 Introdução .....	16
1.2 Formulação da Situação Problemática .....	18
1.3 Apresentação dos Objetivos.....	22
1.4 Hipóteses Norteadoras.....	23
1.5 Justificativa .....	24
1.6 Delineamento da Dissertação.....	25
2. MERCADO DE CAPITAIS: ASPECTOS GERAIS.....	27
2.1 Introdução .....	27
2.2 Mercado de Capitais Brasileiro.....	29
2.2.1 Evolução do Mercado de Capitais no Brasil.....	29
2.2.2 Transformações Recentes no Mercado de Capitais.....	32
2.2.3 O Panorama Atual do Mercado de Capitais Brasileiro.....	33
2.2.4 Condicionantes e Estratégias do Mercado de Capitais Nacional .....	36
2.3 Mercado de Capitais Alemão.....	38
2.3.1 Características do Mercado de Capitais Alemão.....	38
2.3.2 Sistema de Dois Níveis: Conselhos de Administração e de Supervisão .....	40
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS GERAIS .....	44
3.1 Introdução .....	44
3.2 Governança Corporativa: Tratamento Convencional.....	47
3.2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa .....	47
3.2.2 Teoria dos Custos de Transação e Governança Corporativa .....	52
3.2.3 Governança Corporativa Contratual.....	54
3.3 Governança Corporativa e o Ambiente Institucional .....	57
3.3.1 Sistemas de Controle Corporativo.....	57
3.4 Mecanismos de Controle de Mercado .....	59
3.4.1 Uma visão dos mecanismos de debt e equity.....	59
3.4.2 A Visão do Corporate Finance .....	61
3.5 Mecanismos de Governança Corporativa.....	64
3.5.1 Mecanismos externos.....	66
3.5.1.1 O Ambiente Legal, Político e Regulatório.....	66
3.5.1.2 O Mercado de Capitais e de Fusões e Aquisições .....	67

3.5.1.3 Mercado Competitivo do Setor de Atuação .....	68
3.5.2 Mecanismos internos .....	68
3.5.2.1 Conselho de Administração.....	69
3.5.2.2 Políticas de Remuneração .....	71
3.5.2.3 Estrutura de Propriedade .....	73
3.5.2.4 Estrutura de Financiamento.....	74
3.6 Governança Corporativa no Brasil.....	75
3.7.1 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil.....	76
3.6.2 O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa .....	79
3.7 Governança Corporativa na Alemanha .....	81
3.7.1 Características e Reformas da Governança Corporativa Alemã .....	82
3.7.2 O Código Alemão de Governança Corporativa .....	90
3.7.3 Do <i>Neuer Markt</i> para o <i>Prime Standard</i> .....	92
4. A CRISE DE 2008: ORIGEM, EFEITOS E RECUPERAÇÃO DAS ECONOMIAS.....	97
4.1 Origens da Crise Financeira.....	97
4.2 A Crise e os Mercados de Baixa Regulação .....	100
4.3 Consequências e Ações para a Crise Financeira.....	101
5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA .....	106
5.1 Tipologia da Pesquisa.....	106
5.2 Modelo da Pesquisa.....	108
5.3 Definição Teórica e Operacional das Variáveis.....	109
5.3.1 Volatilidade de Retorno das Ações .....	110
5.3.2 Variáveis de Controle .....	112
5.4 População, Amostragem e Coleta de Dados.....	113
5.5 Modelos Estatísticos Adotados .....	115
5.5.1 Teste <i>T</i> de <i>Student</i> para Comparação de Duas Médias Populacionais a Partir de Duas Amostras Aleatórias Independentes .....	117
5.5.2 Análise de Variância Multivariada.....	118
5.5.3 Teste de Normalidade, Homocedasticidade e Linearidade.....	121
5.5.4 Observações Atípicas.....	126
6. ANÁLISE DE RESULTADOS .....	128
6.1 Validação das Suposições do Teste <i>T</i> de <i>Student</i> .....	128
6.2 Teste <i>T</i> para Comparação das Médias Anuais e Semestrais de Retorno das Empresas do Novo Mercado e do <i>Prime Standard</i> .....	130
6.3 Teste <i>T</i> para Comparação das Médias Anuais e Semestrais de Retorno das Empresas do Novo Mercado e do <i>Prime Standard</i> por Segmentos.....	134
6.2.1 Análise do Desempenho das Empresas Comerciais .....	134
6.2.2 Análise do Desempenho das Empresas Industriais .....	137

6.2.3	Análise do Desempenho das Empresas Prestadoras de Serviço .....	140
6.4	Análise de Variância Multivariada: Medidas Repetidas .....	143
6.4.1	Teste das Suposições da Análise Multivariada .....	143
6.4.2	Análise Multivariada para Variáveis Dependentes - Ano.....	146
6.4.3	Análise Multivariada para Variáveis Dependentes - Semestre .....	150
6.5	Resumo e Discussão dos Resultados da Pesquisa.....	154
7.	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	163
8.	REFERÊNCIAS.....	169
9.	APÊNDICES .....	183
9.1	Gráficos Q-Q das Variáveis Dependentes – Análise Anual .....	183
9.2	Gráficos Q-Q das Variáveis Dependentes – Análise Semestral .....	185
9.3	Teste de Homogeneidade de Variâncias.....	189
9.4	Pairwise Comparisons para Medidas Repetidas Anuais .....	191
9.5	Pairwise Comparisons para Medidas Repetidas Semestrais.....	194

# 1. O PROBLEMA DE PESQUISA

## 1.1 Introdução

O crescimento das empresas está pautado na existência de financiamentos que viabilizem a realização de projetos de investimentos produtivos. Nesse sentido, o mercado de capitais configura-se em um mecanismo arrolado na distribuição de valores mobiliários e, como tal, objetiva proporcionar liquidez e capitalização aos títulos emitidos, com a função de captação de recursos. No entanto, para a sua plena realização, faz-se necessário haver disponibilidades para investimento. Estas, por seu turno, com base em Oliveira (1980), derivam do crescimento do nível de poupança de um país, haja vista consistir a poupança em uma das principais fontes de financiamento dos setores produtivos nacionais.

A canalização de recursos entre os agentes poupadores em relação aos investimentos empresariais é que garante a disponibilidade de capital para financiamento de projetos de investimento. Dado que todo investimento pressupõe recuperação dos valores despendidos, na forma de retorno, é cogente que o investidor estabeleça um processo de confiança no que tange aos resultados financeiros e econômicos. Além disso, faz-se mister analisar os riscos de haver possibilidade de os resultados empresariais não retornarem, necessariamente, para os fornecedores de capital, motivo pelo qual é reforçada a necessidade de confiança dos investidores na alocação de seus recursos.

Por outro lado, com Silveira (2004), afirma-se que a confiança dos investidores sobre o retorno dos investimentos depende de um conjunto de fatores amplos e, por assim dizer, também subjetivos, relacionados ao ambiente institucional em que a empresa está inserida. Destacam-se, nesse ambiente, a proteção ao investidor, a infraestrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos.

No escopo dessa análise, assevera-se que o desenvolvimento do mercado de capitais pressupõe a eliminação de concentração de investimentos por parte de determinados agentes econômicos, e a pulverização de investimentos possibilita a diversificação de projetos produtivos.

Ao se considerar ser o mercado de capitais um importante meio para captação de recursos e promover a expansão do setor produtivo de um país, deve-se agregar a ideia de que, com a intensificação do processo de globalização e, conseqüentemente, a ativação expressiva do intercâmbio entre os países, o mercado de capitais acaba por solevar uma importância crescente no cenário internacional. Adicionalmente, a abertura dos mercados contribui para que seja elevado o nível concorrencial, ao mesmo tempo em que exige das empresas revisões contínuas de seus processos e de seus custos. Para se perpetuarem e, diga-se de passagem, de forma capitalizada, as empresas são motivadas – em função da concorrência, inclusive e principalmente – à realização de investimentos crescentes em seus setores de atuação e atividades.

Ademais, o crescimento das empresas pode tornar-se fator de propulsão de separação da propriedade, delegando a administração das companhias para terceiros – os administradores – enquanto os acionistas tendem a se concentrar nomeadamente nas funções de fiscalização da gestão administrativa, pela criação e participação de conselhos de administração, conselhos fiscais e auditorias independentes (BIANCHI, 2005). Essa sistemática de gerenciamento tem gerado conflitos, denominados de *agency*, colocando de um lado, os administradores, e de outro, os acionistas. Com essa separação, pode haver riscos de os recursos empregados pelos investidores serem desviados ou mal empregados, de forma a reduzir a garantia de retorno para os fornecedores de capital, uma vez que estes últimos podem não participar diretamente das decisões corporativas, já que são, via de regra, delegadas a executivos profissionais.

Entende-se que a governança corporativa surge exatamente no contexto de minimização desses conflitos, na redução da assimetria informacional, na necessidade de criação de normas de proteção da propriedade aos acionistas majoritários e minoritários e outras partes correlatas. Pode-se, destarte, dizer que a governança corporativa se configura como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, tanto de cunho interno quanto externo, para minimização dos custos relacionados aos conflitos de agenciamento. Estes mecanismos referem-se, à guisa de exemplificação, a conselhos de administração, à estrutura de propriedade e controle, à competição no mercado de produtos, à competição no mercado de mão de obra dos gestores, à existência de um mercado de aquisições hostis e à publicação de relatórios regulares pelas companhias (SILVEIRA, 2004).

Além disso, a proposição de códigos de governança são postos à disposição das empresas para aprimoramento da própria governança corporativa, com objetivo de regular o funcionamento de diversos mecanismos que, se praticados, podem auxiliar as corporações na minimização dos conflitos existentes entre agentes e acionistas e dar maior segurança a investidores em relação à realização de seus objetivos de investimento: menor volatilidade de retorno e alta liquidez de títulos.

Destacam-se, ademais, os esforços envidados pelas bolsas de valores no sentido de se promover a prática da governança corporativa ao estabelecerem níveis diferenciados de listagem para empresas que cumprirem os requisitos de boas práticas de governança. O caso brasileiro, espelhado pelas inovações trazidas pela Bolsa de Frankfurt, na Alemanha, elencou níveis diferenciados de listagem para empresas que aderem a boas práticas de governança corporativa. Semelhantemente, a bolsa alemã também mantém um nível de listagem para empresas que assentem voluntariamente (e além da legislação vigente) a níveis diferenciados de aludidas práticas.

Todavia, os mecanismos de governança corporativa e, por assim dizer, seus códigos de boas práticas de governança foram colocados à prova pela crise financeira mundial deflagrada originalmente nos Estados Unidos, em meados de 2007. Nesse sentido, este estudo pretende analisar se as empresas listadas nos mais altos níveis de governança e que, portanto, adotam práticas de governança corporativa declarada e expressamente, foram capazes de proteger integralmente seus investidores em relação à volatilidade de retorno das ações. Tendo em vista a estruturação da bolsa brasileira, no que tange aos níveis diferenciados de governança, ter sido inspirada no sucesso da criação do novo mercado alemão, assenta-se aí a condução desta investigação, no sentido de se propor uma comparabilidade entre ambos os mercados no que concerne aos efeitos da crise financeira.

## **1.2 Formulação da Situação Problemática**

Conforme Brecht, Bolton e Röel (2002), a governança corporativa está em evidência em virtude de alguns fatores, quais sejam, da onda de privatizações de amplitude mundial nas últimas duas décadas; a reforma dos fundos de pensão e o crescimento da poupança privada; a onda de *takeover* dos anos 1980; a desregulamentação e a integração do mercado de capitais;

a crise da Ásia Oriental de 1998, que colocou em evidência a governança corporativa em mercados emergentes e; finalmente, uma série de escândalos americanos e falências corporativas que se formaram, mas que não apareceram durante a era do mercado agressivo da última parte da década de 1990.

Kirkpatrick (2009) aponta para o fato de que o mercado pós ano 2000 e o desenvolvimento macroeconômico exigiram o máximo de proveito dos mecanismos de governança corporativa: os conselhos tiveram que ser transparentes em relação à estratégia e inclinação ao risco e responder de forma oportuna, exigindo eficientes sistemas de comunicação. Eles precisaram também supervisionar a gestão de risco e a compatibilidade dos sistemas de remuneração com seus objetivos e inclinação ao risco.

Nesse contexto, a qualidade de evidenciação das empresas mostrou-se importante, já que é um atributo exigido pelos investidores para investimentos providos de maior grau de segurança. Pode-se afirmar existir uma relação diretamente proporcional entre investidores com maiores informações sobre as empresas e a disposição para investimento. Sendo tal premissa verdadeira, é possível afiançar que a maior confiança dos investidores aumenta a demanda por títulos e causa um aumento na liquidez das ações dessas empresas.

Constatações de estudos empíricos, como de Srour (2002), apontam para empresas que apresentaram melhores práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, obtiveram uma redução em sua volatilidade no preço das ações frente à conjectura econômica externa.

Além desse estudo, Carvalho (2003) analisou os efeitos da migração das empresas para os diferentes níveis de governança corporativa sob três aspectos: preço, volume e volatilidade e liquidez das ações. Para a análise de preço, os resultados demonstraram haver um efeito positivo da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa e o valor de mercado das empresas em torno da data de migração. A análise de volume de negociações retornou uma conclusão de que existe um aumento absoluto no volume total da BOVESPA quando se ignora o efeito da variação do volume de negociações em bolsa sobre o volume individual de cada ação. Em relação à liquidez das ações, a constatação é de que houve aumento da variável após a migração do nível tradicional para os níveis diferenciados de governança corporativa nas empresas analisadas.

Constatações alheias às supramencionadas tendem a direções distintas. Comerlato, Terra e Braga (2002) analisaram se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão de dez empresas de capital aberto ao Nível 1. A evidência dos autores foi de que, em média, essa reação foi estatisticamente insignificante, o que indicia o não reconhecimento das novas regras de governança corporativa como suficiente para impactar o retorno das ações dessas empresas.

Em relação à volatilidade das ações, Vieira e Mendes (2004) demonstraram que o IGC apresentou volatilidade superior ao IBrX-50 e IBrX-100, embora sem nenhuma justificativa que explicasse tal comportamento. Todavia, o IGC apresentou maior rigidez quando se trata de retornos negativos, demonstrando uma maior estabilidade diante de tendências de baixa.

Vieira e Mendes (2004), ao analisar a liquidez das ações do IBOVESPA, IBrX-100, IBrX-50 e IGC, verificaram que o IBOVESPA foi o mais líquido em detrimento do IGC que apresentou a menor liquidez. Possivelmente, esse fato denota um perfil de investidores de longo prazo para o índice IGC.

Coutinho, Oliveira e Da Motta (2003) compararam a rentabilidade dos índices IGC com IBOVESPA e IBrX-100, concluindo que houve um retorno ajustado ao risco superior do IGC em relação aos outros dois, mesmo que tal resultado seja insignificante, estatisticamente. Aguiar, Corrar e Batistella (2004) evidenciaram que algumas empresas que aderiram ao Nível 1 de governança corporativa não obtiveram valorização das ações pela mudança.

Não obstante tais considerações, Krikpatrick (2009) defende que a crise financeira propagada mundialmente em 2008 pode ser, em grande medida, atribuída a falhas e deficiências nos mecanismos de governança corporativa que não servem ao seu propósito de proteção contra riscos excessivos em uma série de empresas. As normas de contabilidade e os requisitos de regulamentação também se revelam insuficientes em algumas áreas.

Conforme Krikpatrick (2009) quando os mecanismos de governança corporativa foram submetidos a um teste, suas rotinas não serviram ao seu propósito de proteção contra riscos excessivos em uma série de empresas de serviços financeiros e, por extensão, para empresas não financeiras. Uma série de deficiências têm sido evidentes. Os sistemas de gestão de riscos falharam em muitos casos, devido a determinados procedimentos de governança corporativa.

Informações sobre exposição em alguns casos não chegaram aos conselhos. Em outros casos, os conselhos haviam aprovado determinadas estratégias, mas não estabeleceram métricas adequadas para monitorar sua implementação. Divulgações das empresas sobre fatores de riscos previsíveis e sobre seus sistemas de acompanhamento também deixaram muito a desejar. Normas de contabilidade e requisitos regulamentares revelaram-se insuficientes em algumas áreas. Ademais, em muitos casos, os sistemas de remuneração não foram estreitamente relacionados com a estratégia e inclinação ao risco das empresas e de seus interesses de longo prazo.

Prates e Cintra (2009) entendem que a crise originou desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros mundiais, ocasionando movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. Esses movimentos resultaram em reposicionamento dos investidores em relação a suas carteiras, de forma a sair de ativos de risco mais acentuado; consequência: desencadeou quedas em seus preços e nas moedas fracas. Cardote (2009) afirma que as consequências dessa crise atingiram principalmente os países que detinham estreitas relações comerciais com o complexo financeiro norte-americano. Ferrari Filho e De Paula (2009) colocam a causa desses movimentos e da própria crise na internacionalização do sistema financeiro dada a sua influência na natureza e nos determinantes da dinâmica econômica mundial.

Fato é que a crise financeira de 2008 foi um acontecimento propício para se avaliar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa no íterim dos retornos dos investimentos no mercado de capitais, mormente no que tange à volatilidade das ações, tanto no Brasil quanto na Alemanha e comparativamente entre ambos.

Assim sendo, este estudo circunscreve-se nos limites de comparabilidade da volatilidade de retorno das ações no âmbito das bolsas de valores brasileira e alemã, especificamente nos seus respectivos níveis máximo de listagem em relação a práticas de governança corporativa: Novo Mercado e *Prime Standard*. Aquele foi inspirado neste, quando ainda era nomeado de *Neuer Markt*, até o final do ano 2002, motivo pelo qual tal comparação se faz notório, além das fortes e importantes relações comerciais entre ambos os países.

Ademais, pretende-se adentrar nos três macrosegmentos de ambos os mercados – comercial, industrial e de prestação de serviços – no sentido de verificar se há diferença entre eles no

escopo de cada mercado bem como comparativamente entre ambos; ainda, se algum segmento determina, significativamente, diferenças de retorno das ações entre Brasil e Alemanha, caso tais diferenças sejam efetivamente encontradas. São poucos os estudos que analisam o retorno das ações analiticamente por segmentos, fato que motiva essa decomposição neste estudo em específico.

Nesse escopo direcional, a situação problemática que enseja este estudo centra-se na seguinte indagação: **Quais os efeitos da crise financeira de 2008 na volatilidade de retorno das ações das empresas listadas no Novo Mercado Brasileiro comparativamente ao *Prime Standard* alemão, nos segmentos comercial, industrial e de prestação de serviços?**

Destarte, o estudo aborda o retorno das ações das empresas que adotam os mais altos níveis de governança corporativa no Brasil e na Alemanha, *a priori* independente de segmentos e *a posteriori* adentrando em cada segmento empresarial, especificamente no período que antecede a crise *subprime*, no próprio período da crise e no período pós-crise.

### 1.3 Apresentação dos Objetivos

Este estudo tem como objetivo principal analisar os impactos da Crise *Subprime* nas ações das empresas comerciais, industriais e de prestação de serviços, negociadas nas Bolsas de Valores BM&FBOVESPA e Frankfurt no que tange à volatilidade de retorno, no âmbito do Novo Mercado brasileiro e do *Prime Standard* alemão, respectivamente.

Especificamente, o estudo pretende:

- Levantar a volatilidade de retorno das ações no período compreendido entre 2005 e 2010 para analisar o impacto da crise neste horizonte longitudinal;
- Verificar, estatisticamente, se existe diferença significativa de volatilidade das ações entre o Novo Mercado e o *Prime Standard*, conforme as definições operacionais adotadas;
- Identificar estatisticamente os principais segmentos determinantes da volatilidade de retorno das ações nas amostras de empresas analisadas na pesquisa, classificadas em seus respectivos segmentos comercial, industrial e de prestação de serviços;

- Contribuir para a discussão acerca dos embates teóricos de volatilidade de retorno como relacionados à adoção de boas práticas de governança corporativa, haja vista os assuntos ainda não serem totalmente conclusivos, principalmente em relação a grandes crises;

#### 1.4 Hipóteses Norteadoras

Considerando que as empresas participantes do Novo Mercado e do *Prime Standard* possuem as melhores práticas de governança corporativa em seus respectivos mercados de capitais; considerando que as empresas participantes dos mais altos níveis de governança deveriam proteger os investidores das variadas situações de risco a que estão expostos; considerando que o Novo Mercado foi estruturado com base no formato original do *Prime Standard*; considerando a forte relação comercial de Brasil e Alemanha; e considerando possíveis diferentes níveis de influência de cada segmento empresarial no comportamento do retorno das ações, relacionam-se, a seguir, as hipóteses da pesquisa:

**Hipótese Nula 1 ( $H_n^1$ ):** No escopo de comparabilidade entre o Novo Mercado brasileiro e o *Prime Standard* alemão, não há diferenças estatisticamente significativas de volatilidade das ações no período pré-crise, crise e pós-crise, considerando uma análise independente de segmentos empresariais.

**Hipótese Alternativa 1 ( $H_a^1$ ):** No escopo de comparabilidade entre o Novo Mercado brasileiro e o *Prime Standard* alemão, há diferenças estatisticamente significativas de volatilidade das ações no período pré-crise, crise e pós-crise, considerando uma análise independente de segmentos empresariais.

**Hipótese Nula 2 ( $H_n^2$ ):** A volatilidade das ações das empresas participantes dos mais altos níveis diferenciados de governança corporativa do Brasil e Alemanha não se altera para diferentes tipos de segmentos empresariais em ambos os mercados.

**Hipótese Alternativa 2 ( $H_a^2$ ):** A volatilidade das ações das empresas participantes dos mais altos níveis diferenciados de governança corporativa do Brasil e Alemanha apresenta diferença de desempenho para os segmentos empresariais analisados em ambos os mercados.

## 1.5 Justificativa

A justificativa deste estudo abarca uma dimensão teórica e um alcance prático. Na esfera teórica, observa-se uma preocupação crescente com o tema governança corporativa a partir dos anos 1980, deflagrada basicamente, segundo Silveira (2004), pelo aumento da participação ativa dos investidores institucionais nos mercados bursáteis e sua exigência crescente de terem os direitos dos acionistas garantidos pela prática executiva a seu favor. Escândalos corporativos ocorridos com empresas norte-americanas e europeias em 2002 e 2003, respectivamente, serviram como propulsoras de estudos relacionados ao tema. Dessa forma, pode-se situar a governança corporativa no topo dos assuntos de alta gestão no mundo.

Esse argumento é reforçado por Carlsson (2001) e Monforte (2004), ao afirmarem que, historicamente, podem-se modelar as corporações em três estágios distintos: a era ou estágio do empreendedorismo (com raízes históricas no século XIX), a era do expansionismo ou estágio dos gestores (vinculada ao desenvolvimento dos mercados de capitais a partir do início do século XX), e a era da governança corporativa, a partir do século XXI (entendida como a forma pela qual o poder será exercido em todas as corporações do mundo).

A governança corporativa possui uma extensão multidisciplinar, alcançando finanças, economia e direito. Sua importância pode ser atestada pelo seu objetivo, ou seja, de prover às empresas possibilidade de ampliar o número de investidores demandando títulos e, como consequência, aumentar o valor das ações e o da própria empresa. Rappaport (1998) alude para o fato de que a avaliação de uma empresa com base em seu valor tem se tornado a tônica no mundo executivo. O autor entende que o desempenho dos negócios de uma corporação seja padronizado pela criação de valor para o acionista.

A comparabilidade entre o Brasil e Alemanha, nesse escopo de discussão e delimitando-se na crise financeira mundial de 2008, justifica-se, em primeiro plano, pela escassez de estudos empíricos entre os dois países, apesar da intensa relação comercial entre ambos. Em segundo plano, porém não menos importante, pelo fato de os níveis diferenciados de listagem para empresas que adotam boas práticas de governança corporativa no Brasil terem-se espelhado no *Neuer Markt* – atual *Prime Standard* – da Alemanha, que obteve elevados índices de capitalização logo no início e hoje está estruturado de forma a atender padrões internacionais de governança corporativa.

Por isso, o alcance prático que justifica o presente estudo está nas parcerias comerciais entre Brasil e Alemanha. O Brasil é o maior parceiro comercial da Alemanha na América Latina. A Alemanha, por sua vez, é o quarto principal parceiro comercial do Brasil. O intercâmbio em 2010 totalizou US\$ 20,6 bilhões representando 23% do comércio entre o Brasil e a União Europeia. Mais de 1,2 mil empresas alemãs estão instaladas no Brasil cuja contribuição para a formação do PIB brasileiro gira em torno de 8% a 10% (AQUINO, 2011).

A Alemanha é o segundo maior país exportador do mundo e seu superávit comercial anual gira em torno dos 160 bilhões de euros. A indústria é o principal pilar da economia alemã. O setor secundário é responsável por aproximadamente 30% do Produto Interno Bruto (PIB) da Alemanha e ocupa cerca de 25% da mão de obra do país (DEUTSCHE WELLE, 2011).

As exportações e importações de produtos são fundamentais para a economia da Alemanha, que é o segundo país no ranking de comércio exterior da OMC e o maior exportador de mercadorias do mundo. A grande dependência alemã por exportações de produtos industrializados torna o país sensível a distúrbios no comércio internacional e a alterações da conjuntura econômica mundial, do qual depende o volume de investimentos. A estabilidade da economia mundial, o livre comércio e um sistema monetário ordenado são condições importantes para um crescimento contínuo da economia alemã (DEUTSCHE WELLE, 2011).

Este estudo justifica-se, portanto, por vincular as análises da governança corporativa alemã (com estrutura de propriedade menos pulverizada e com forte participação bancária) à governança corporativa brasileira, também com forte concentração de propriedade, no âmbito da crise financeira mundial de 2008, deflagrada no mercado *subprime* norte-americano. Adicionalmente, justifica-se por analisar a governança corporativa como instrumento ou mecanismo de proteção ao investidor em épocas de fortes crises, de forma a verificar se a volatilidade das ações sofre, concomitantemente, abalos significativos que impactem negativamente no mercado de capitais.

## **1.6 Delineamento da Dissertação**

O delineamento deste estudo foi estruturado em oito capítulos, além deste que esboça a

composição do projeto de pesquisa. No próximo desenvolve-se uma abordagem comparativa entre os mercados de capitais brasileiro e alemão; para o primeiro, o estudo apresenta uma análise evolutiva do mercado, as recentes transformações pelas quais passou, além do atual panorama e seus condicionantes. Para o segundo, são expostas as características do mercado alemão, bem como a particularidade do sistema de dois níveis existente neste mercado.

O terceiro capítulo apresenta a perspectiva teórica do estudo, de forma a conceituar governança corporativa e apresentá-la sob aspectos distintos, a saber: tratamento convencional, governança e ambiente institucional, mecanismos de controle de mercado e mecanismos internos e externos de governança. Ademais, o capítulo é finalizado expondo as práticas e estruturas de governança corporativa no Brasil e na Alemanha.

Posteriormente, o quarto capítulo apresenta a delimitação teórica sobre o qual o estudo se pautará, ou seja, a crise financeira deflagrada em meados de 2008. Inicialmente, é abordada a origem da crise para, em seguida, analisar a crise em relação aos mercados emergentes. O capítulo se finda com uma abordagem das consequências e ações para a crise do *subprime*.

Os procedimentos metodológicos são configurados no quinto capítulo, definindo a tipologia do estudo, as delimitações amostrais, bem como as variáveis e os métodos quantitativos utilizados. A seguir, o sexto capítulo centra-se na discussão dos resultados da pesquisa, as implicações desse resultado, as limitações da pesquisa e sugestões de estudos futuros. No sétimo capítulo, conclui-se o trabalho com as relativas considerações finais, enquanto que nos dois próximos capítulos são indexados as referências e o apêndice, respectivamente.

## 2. MERCADO DE CAPITAIS: ASPECTOS GERAIS

### 2.1 Introdução

O mercado financeiro reúne indivíduos e empresas que tenham interesse em captar ou aplicar recursos financeiros. Sua composição é dada por (1) grupo de poupadores cuja renda lhes permite satisfazer suas necessidades de consumo imediato e, ainda, reservar parte para aplicação em mercados; (2) agentes que necessitam de recursos adicionais para fazer frente às suas necessidades imediatas, sejam elas para consumo ou investimento produtivo; (3) intermediários, isto é, instituições responsáveis por criar o mercado, reunindo os diversos tomadores e investidores para propiciar a realização de negócios.

O mercado de capitais é uma das categorias do mercado financeiro, em que são transacionados títulos de dívidas de longo prazo e ações. Conforme Naik (2001), o mercado financeiro e, propriamente o mercado de capitais, assume quatro funções básicas. A primeira delas refere-se ao fato de permitir a decisão eficiente entre consumo atual e futuro. A segunda função é o gerenciamento ou compartilhamento de risco, isto porque empresas e/ou indivíduos mantêm ativos expostos a riscos e procuram, no mercado, instrumentos que os minimizem (tanto pela diversificação de suas carteiras, quanto pela transferência do risco a outros agentes que se dispõem a assumi-los em troca de um prêmio). A terceira função centra-se na possibilidade de permitir a separação entre investidores e executivos. Pela liquidez do mercado de ações, investidores podem cumprir seu papel de fornecedores de capital sem a obrigação de administrarem as companhias nas quais mantêm investimentos. O mesmo dá-se com os administradores, que não precisam, para o exercício de sua função, ter propriedade no capital da empresa. Finalmente, a última função do mercado seria, conforme o autor, permitir avaliar o desempenho da organização regida pela administração. Utilizando seus instrumentos, o mercado é capaz, via preço, de demonstrar a aprovação ou não das ações e investimentos realizados pela corporação, na figura de seus administradores.

Levine e Zervos (1996) e Levine (1997) dão uma conotação semelhante para as funções do mercado de capitais. Segundo os autores, as funções desse mercado são: facilitar a negociação (*liquidity*); proteger, diversificar e pulverizar riscos (*risk diversification*); monitorar

administradores e exercer controle sobre companhias (*information acquisition about firms and corporate control*); e mobilizar a poupança (*savings mobilization*).

Casagrande Neto, Cintra Neto e Magliano Filho (2002) asseveram que o mercado acionário tem desenvolvimento superior em economias cuja renda *per capita* seja mais elevada, já que tal mercado dá liquidez para investimentos de longo prazo, estimula empreendedores e disciplina a administração das empresas; conseqüentemente é indutor do crescimento econômico.

Segundo Van Horne (1972), a intermediação financeira via mercado de capitais torna-se atraente devido: a economias de escala, divisibilidade e flexibilidade, diversificação e risco, manipulação dos prazos de vencimento, e especialização e conveniência. Nesse contexto, o mercado de capitais exerce uma importante função uma vez que aperfeiçoa a utilização de recursos financeiros por meio da transferência dos recursos entre os agentes poupadores para os tomadores, além da criação de liquidez e administração de riscos.

Segundo Nóbrega et al (2000) o processo de internacionalização do mercado de capitais induz melhores alternativas para indivíduos que desejam fazer investimentos, uma vez que oferecem menores custos de transação e intermediação, além de oferecem também melhores retornos. Rotta (2004) entende que as quedas de muitas barreiras comerciais em conjunto com os avanços tecnológicos estão contribuindo para o incremento do fluxo de capitais e para o movimento de correlação entre bolsas de valores dos países desenvolvidos e o que se observa nos países emergentes.

Certamente por isso Rotta (2004) afirma que os padrões de governança corporativa utilizados pelos países desenvolvidos têm sido também implementados em muitos países emergentes cuja liquidez do mercado de capitais é baixa.

Glassman (2002) defende que todo país deve ter agências reguladoras com poder de propor regras e respaldo para aplicá-las. O autor acrescenta que a força de um mercado de capitais livre está na capacidade de permitir que as empresas se estruturam melhor para agradar o perfil de investidores que elas pretendem atrair, já que isso possibilita ao investidor uma gama ampla de escolhas para que ele possa avaliar os seus riscos.

Mackenzie (2003) apregoa que, quando o mercado é livre, os investidores avaliam os custos e benefícios de suas tomadas de decisão indicando qual o melhor investimento. Embora seja impossível antever qual seria o mais vantajoso investimento, abandonar o mercado significa abandonar o meio pelo qual se obtém o procedimento que dá a melhor resposta.

Nesse sentido, este capítulo apresenta no item 2.2 as nuances próprias do mercado de capitais no Brasil, fazendo um resgate da evolução desse mercado, ressaltando três grandes transformações recentes ocorridas no Brasil. Além disso, far-se-á uma análise do atual panorama do mercado de capitais, finalizando com as variáveis condicionantes e estratégias para um melhor desenvolvimento do mercado.

O último item desse capítulo (item 2.3) analisa as peculiaridades do mercado de capitais alemão, ressaltando suas características, que guardam relação com os pilares estabelecidos desde o século XIX. Em seguida, são apresentadas evidências da grande participação dos bancos na composição acionária das empresas, finalizando com uma análise do sistema de dois níveis, que estabelece legalmente duas categorias de conselhos: de supervisão e de administração.

## **2.2 Mercado de Capitais Brasileiro**

### **2.2.1 Evolução do Mercado de Capitais no Brasil**

Um ponto importante para a compreensão da evolução do mercado de capitais brasileiro calca-se no fato de que a formação das empresas brasileiras está relevantemente vinculada a uma composição societária com poucos proprietários (cabendo a estes a própria administração empresarial) além de uma estrutura de capital pouco alavancada. Não muito raro, existem vínculos familiares na composição acionária das empresas, conforme Clemente (2004).

Além disso, com base na CVM (2011), até a década de 1960, os investimentos dos brasileiros davam-se mais em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. Com inflação crescente e a Lei da Usura (limitando a 12% ao ano a taxa máxima de juros) o mercado de capitais era limitado. A partir de 1964, um primeiro conjunto de leis foi promulgado no sentido de promover uma série de reformas, a saber:

- Lei 4.537/64: instituiu a Correção Monetária, através da criação da ORTN;
- Lei 4.595/64: conhecida como Lei da Reforma Bancária, reformulou o sistema nacional de intermediação e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central;
- Lei 4.728/65: primeira lei de mercado de capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.
- Decreto Lei 157/67: criou os Fundos 157, que possibilitavam os contribuintes a utilizar parte do imposto de renda devido na aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administradas por instituições financeiras de livre escolha do investidor.

Possivelmente, o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais foi a promulgação da Lei 6.385/76 que possibilitou a criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – e da Lei 6.404/76, estabelecendo a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.). Segundo Vieira e Mendes (2006), até essa época, o mercado de capitais brasileiro estava estruturado em torno do Estado, seu principal indutor e agente fomentador. A Lei 6.404/76 regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em suas atividades de contabilização, forma organizacional, direitos e deveres dos dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes. Os autores ressaltam que a lei mostrava-se ambígua no que tange a assuntos institucionais e contratuais, inclinando-se a privilegiar questões contratuais, o que sugere seguir uma tendência dos padrões norte-americanos.

De um lado, o perfil dos investidores brasileiros foi acalanhado pelo curto prazo por um longo período de tempo, motivo pelo qual a alta liquidez do mercado tornou o Brasil um polo atrativo para capitais de curto prazo, cuja preocupação maior não era vinculada a práticas de dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Por outro lado, a profissionalização das empresas foi pressionada por um mercado de capitais em desenvolvimento e fortemente competitivo e, em consequência, tornou ausentes das operações diárias os proprietários, fazendo com que surgissem os conselhos de administração (VIEIRA; MENDES, 2006).

Um dado que corrobora essa evolução do mercado de capitais a partir da década de 1980 é apresentado por Vieira e Mendes (2006). Segundo os autores, entre os anos 1976 e 1997, o número de empresas negociadas na BOVESPA cresceu 41%, além da expansão e da

diversificação dos mecanismos de crédito. Conseqüentemente, as empresas passaram a assumir um grau de alavancagem maior.

Miller (2004) tem análise similar, ao afirmar que houve uma diferença qualitativa além, é claro, das observadas no âmbito quantitativo. O autor assevera que, há trinta anos, a sociedade anônima era concebida como empresa familiar numa economia estagnada, ao passo que a moderna corporação orienta-se em constante apelo ao crédito público. A sociedade anônima deixa de ser um contrato de efeitos limitados para seus poucos participantes e vai a um nível de instituição que concerne a toda a economia do país, ao crédito público, cujo funcionamento tem que estar sob o controle fiscalizador e o comando econômico das autoridades governamentais.

Conforme dados apresentados pela CVM (2011), a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira aumenta o número de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro, ao mesmo tempo em que empresas brasileiras começam acessar o mercado externo listando suas ações em bolsas estrangeiras, principalmente nas americanas, com o uso de ADR's – *American Depositary Receipts* – como objetivo claro de capitalização. Soma-se a isso a exigência conseqüente de atendimento a leis e padrões internacionais e a acionistas internacionais mais exigentes e sofisticados.

Fato é que a demanda do mercado de capitais por transparência, tratamento equânime para os acionistas e uma estrutura de conselho adequada eram pontos a serem equacionados em prol do crescimento e da diversificação do sistema financeiro, como apontam Vieira e Mendes (2006). Um marco importante nesse sentido foi a promulgação da Lei 10.303/2001, que procura cobrir lacunas em relação à proteção aos minoritários no que concerne à redução de riscos e maximização na participação do controle empresarial. A análise da lei permite induzir que sua principal intenção era a de fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, para que o pequeno investidor tivesse condições de prover seus investimentos.

### 2.2.2 Transformações Recentes no Mercado de Capitais

As recentes alterações de cunho legal pelas quais passou o mercado de capitais brasileiro, bem como as inovações trazidas pelos agentes econômicos e a integração do mercado nacional com estrangeiros, fazem com que haja um aumento no volume de recursos negociados neste mercado.

Conforme Tanji (2009), merecem destaque três transformações recentes percebidas no mercado de capitais brasileiro: a diversificação dos instrumentos de investimento, o aumento de captação de recursos junto ao público investidor, a integração entre mercados brasileiro e estrangeiros.

Com relação à primeira dessas transformações, observa-se incremento nas transações com derivativos que, conforme Hull (1995), referem-se a contratos futuros, contratos a termo, opções, *swaps* e a um sem número de negociações entre essas operações e demais instrumentos. A utilização de tais instrumentos derivativos vincula-se na necessidade de mitigação de riscos financeiros haja vista serem operações cujo objetivo é melhorar a proteção (através de mecanismos de *hedge*) contra oscilações de taxas cambiais, da taxa de juros ou de preços de *commodities*. Evidentemente, além da própria proteção, estes instrumentos são estratégias de investimento por permitirem a obtenção de consideráveis lucros.

Tanji (2009) destaca que as indústrias de fundos de investimento tiveram um crescimento significativo com incremento de pessoas físicas na participação desses fundos. Possivelmente, os fundos de investimento, nesse âmbito, conferem liquidez a diversos ativos, entre eles valores mobiliários e títulos representativos do financiamento da atividade produtiva dos particulares e do próprio Estado. Nesse sentido, destaca a autora, o conceito de investir foi alterado, para abranger, além do acionista não controlador de companhia aberta, do debenturista e de outros agentes, os participantes em operações de derivativos e os titulares de contratos de investimento coletivo ofertados publicamente. Certamente, a difusão dessas modalidades de instrumentos de investimento dá nova dimensão ao mercado de capitais e conseqüentes exigências por transparência na divulgação de informações para a convicção de investimentos.

A segunda transformação destacada por Tanji (2009) trata do aumento do volume de transações de captação de recursos junto ao público investidor no mercado de capitais brasileiro. A BMFBOVESPA (2006) abaliza um aumento significativo na participação de pessoas físicas nas operações bursáteis. Adicionalmente, a ANBID (2008; 2009) mostra que esse mesmo movimento pode ser observado nas ofertas públicas de ações nos últimos anos, com destaque para a participação de aproximadamente 250 mil investidores individuais na oferta pública de ações na bolsa brasileira. Ainda se faz relevante citar o aumento na participação de pessoas físicas na subscrição de quotas de fundos de investimento e investimentos em renda variável.

Finalmente, a terceira transformação visualizada no mercado de capitais brasileiro refere-se à integração entre o mercado brasileiro e estrangeiro. Um exemplo seria a emissão de ADR's das empresas brasileiras que negociam títulos no mercado norte-americano. Tanji (2009) chama a atenção para o aumento no volume das operações entre países uma vez que tal prática acarreta a necessidade de harmonização dos padrões de proteção ao investidor existente nos diferentes sistemas jurídicos. Faz-se mister ressaltar que a proteção eficiente do investidor é um importante fator de atração de recursos em uma realidade de diversos mercados de capitais que competem entre si, embora essa ideia possa ser ponderada por Coffee e Seligman (2007) ao afirmarem que essa competição seria rechaçada pelos órgãos reguladores de diversos países, que resultaram na sua reunião no âmbito da *International Organization of Securities Commission – IOSCO*. Nesse sentido, buscar-se-ia a formação de consenso e a harmonização de suas normas, à guisa de exemplo, àquelas que dizem respeito aos requisitos de divulgação de informações ao público por companhias abertas.

### **2.2.3 O Panorama Atual do Mercado de Capitais Brasileiro**

As profundas transformações pelas quais o Brasil vem passando refletem no mercado de capitais. O novo paradigma produtivo impõe às empresas a necessidade de elevação de suas bases de capital. A abertura as expõe a um mercado mais competitivo, no qual as necessidades de investimentos são maiores e recorrentes. Soma-se a isso a estabilização e retomada de crescimento econômico, que contribuem para a expansão das empresas. Com o fim dos altos índices inflacionários, menores margens e o fim do crédito público subsidiado, as empresas

brasileiras veem-se na necessidade de buscar novas formas de obtenção de financiamento (BOVESPA, 2000).

Quando se analisa a demanda por papéis, é possível vislumbrar algumas práticas indicativas de que não haveria obstáculos para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Essas práticas podem ser elencadas em cinco categorias, segundo a Bovespa (2000):

1. Baixa inflação permite maior transparência nos demonstrativos financeiros e contábeis, além de facilitar a execução de projeções;
2. A redução da demanda de recursos pelo governo sinaliza o fim do *crowding out*, fato este que permite se proceder a quedas nas taxas de juros, além de viabilizar a competitividade de aplicações no mercado de capitais;
3. A queda nas taxas de juros e a retomada do crescimento sustentado permitem a troca de parte das posições em renda fixa para renda variável, antecipando a inevitável alta no preço dos ativos reais que acompanha o processo de crescimento;
4. Institucionalização da previdência complementar que significará uma grande ampliação do mercado de ativos financeiros; e
5. O processo de globalização e abertura externa muda radicalmente a dinâmica de mercado na medida em que grandes investidores demonstram interesse crescente de investir no Brasil.

Entretanto, há que se considerar que, com base na FUNDAPE (2010), o desempenho do mercado de capitais brasileiro é fortemente condicionado pelo ciclo econômico doméstico e pelo ciclo de liquidez internacional. Em relação ao mercado acionário, mais especificamente, existe uma grande suscetibilidade às oscilações desta liquidez e aos humores dos investidores estrangeiros em sua busca global de valorização da riqueza.

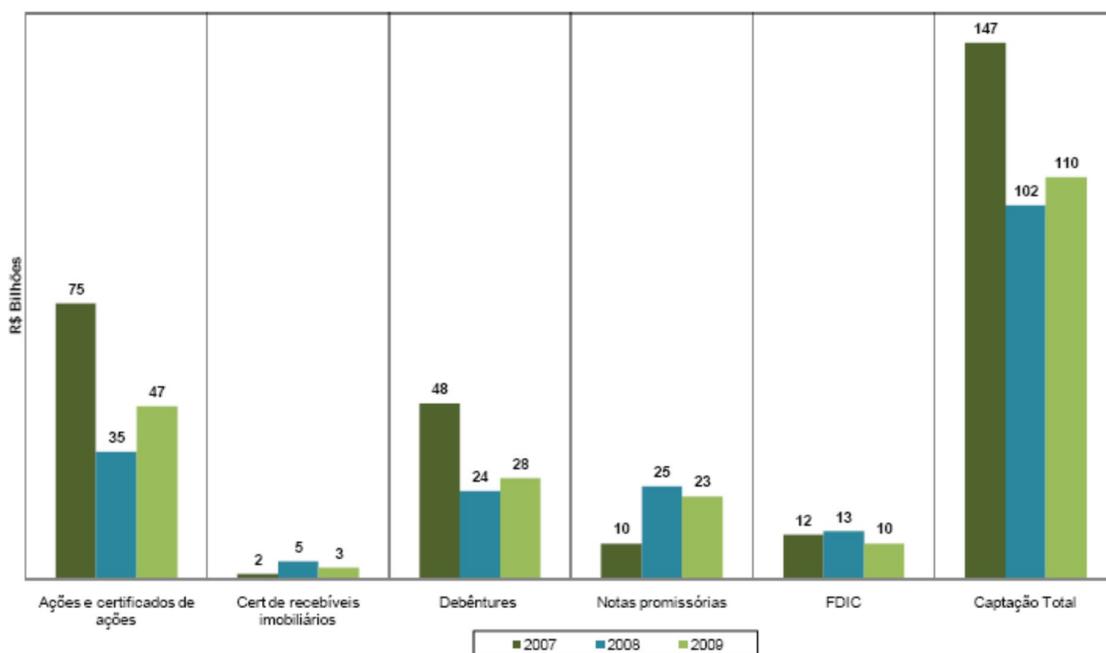
O dinamismo do mercado de capitais em 2009 pode ser fundamentado pelos dados de captação no mercado de capitais por modalidade, conforme Figura 2.1:

O volume de captação de recursos atingiu mais de R\$ 110 bilhões em 2009 representando uma variação nominal de 7,7% em relação ao ano anterior. Pode-se observar, adicionalmente, que houve incremento no segmento de renda variável em detrimento de uma retração no

segmento de renda fixa, com exceção das debêntures (que figuram nesse segmento), conforme Figura 2.2.

Modalidade	2007	2008	2009
Renda Variável <sup>1</sup>	75.500	34.882	47.130
Primária	39.837	33.026	29.995
Secundária	35.662	1.856	17.135
Renda Fixa <sup>2</sup>	71.407	67.472	63.130
Registros&Dispensas	71.407	67.472	36.883
Esforços Restritos <sup>3</sup>			26.247
<b>Captação total</b>	<b>146.907</b>	<b>102.354</b>	<b>110.260</b>
<i>Variação em relação ao ano anterior (%)</i>	<i>21,03</i>	<i>-30,3</i>	<i>7,7</i>

**Figura 2.1 – Captação no Mercado de Capitais por Modalidade (em R\$ milhões)**  
**Fonte: FUNDAPE (2010)**



**Figura 2.2 – Captação de recursos no mercado de capitais por tipo de instrumento**  
**Fonte: FUNDAPE (2010)**

Conforme a FUNDAPE (2010), o crescimento expressivo de debêntures pode ser explicado pelo fato de o mercado de títulos de dívida privada ter se tornado uma alternativa atraente para as empresas ante as condições desfavoráveis do mercado de crédito bancário com recursos livres às pessoas jurídicas expressas, sobretudo, na redução dos prazos ao longo da maior parte do ano de 2009 e nos patamares elevados de juros e *spreads*. Além disso, é importante frisar que o corte da taxa básica de juros aumentou a atratividade das debêntures

para os investidores institucionais, com metas atuariais a cumprir. Uma última explicação refere-se à redução de custos e tempo envolvidos na preparação de emissão de títulos de renda fixa para oferta pública direcionada aos investidores qualificados.

#### **2.2.4 Condicionantes e Estratégias do Mercado de Capitais Nacional**

O mercado de capitais brasileiro está à margem do arranjo financeiro nacional, conforme Vieira e Mendes (2002). Mesmo com o crescimento visualizado na década de 1990 (crescimento relativo, diga-se de passagem), os mecanismos do mercado de capitais não são o foco principal de financiamento das empresas. Algumas das características do mercado brasileiro de capitais, pouco desenvolvido, podem ser assim enumeradas: baixa capitalização bursátil; inexpressivo volume transacionado; poucas emissões primárias; reduzido número de companhias abertas; alta concentração das transações em poucas ações; baixa liquidez.

É premente a necessidade de desenvolvimento no mercado de capitais brasileiro principalmente pela agressividade dos mercados de outros países. Nesse sentido, uma questão que se coloca é exatamente o que fazer para tornar o mercado de capitais atraente às empresas. De acordo com a BOVESPA (2000), há três obstáculos principais que inibem o crescimento do mercado de capitais brasileiro: (a) a estrutura tributária brasileira que não incentiva operações com renda variável; (b) as restrições que a CVM, como órgão público, tem para contratar e treinar bem pessoas qualificadas para agilizar e reforçar o controle do mercado; e (c) o estoque de ações preferenciais existentes que ainda deverão perdurar mesmo com alterações na Lei das Sociedades Anônimas. Em relação ao terceiro obstáculo apresentado pode-se observar que, ainda que o Novo Mercado da BM&FBOVESPA seja uma realidade e o número de empresas nesse segmento esteja aumentando, nele estão apenas 22,3% de todas as empresas listadas na bolsa de valores brasileira, há quase uma década da criação desse segmento.

Pinheiro (2004; 2005) amplia essa ideia, sugerindo, adicionalmente à BOVESPA (2000), a necessidade de se avançar com ajustes macroeconômicos e a eficiência de mecanismos de governança corporativa. O autor, além do mais, ordena a questão macroeconômica como o principal obstáculo, seguida dos efeitos da tributação elevada e de fatores institucionais tal como a governança corporativa. Dados da BOVESPA (2000), entretanto, atestam que o

principal instrumento para o desenvolvimento do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa.

Carvalho (2000) e Nóbrega (2005) entendem, por seu turno, que o problema de atrofia do mercado de capitais no Brasil reside na baixa proteção dada ao acionista minoritário e aos credores, motivo pelo qual não se consegue aproveitar integralmente inéditas condições favoráveis ao desenvolvimento deste mercado.

Conforme Carvalho (2000), quando se considera o crescimento da capitalização bursátil, o volume transacionado e as emissões primárias pode-se constatar um grande florescimento do mercado de capitais na década de 1990. Grande parte da explicação para esse florescimento deve-se à abertura econômica e comercial pela qual passou o Brasil nesse período, gerando entrada expressiva de capital estrangeiro. Ademais, mudanças no quadro macroeconômico e regulatório (abertura comercial, estabilização da economia, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa, dentre outros) fizeram com que investidores internacionais vislumbrassem no Brasil um mercado atraente e acessível.

A Tabela 2.1 sumariza alguns números que corroboram essas assertivas, para a supracitada década de 1990.

**Tabela 2.1 – Crescimento do mercado de capitais na década de 1990**

	<i>Início da década de 1990</i>	<i>Meados e final da década 1990</i>
Entrada líquida de capitais	1991: US\$ 386 mi	Entre 1993 e 1996: US\$ 3,3 bi
Capitalização bursátil (% do PIB)	1990: 3,5%	1999: 30,9%
Volume total negociado (% do PIB)	1990: 1,1%	1999: 12,1%

Fonte: Adaptado de Carvalho (2000)

Carvalho (2000) percebe como ilusório esse crescimento no referido período uma vez que o número de empresas já vinha se reduzindo desde o início da década, além de haver indícios de aumento da concentração de mercado. Portanto, apenas uma pequena parcela de empresas beneficiou-se desse período de expansão.

Com base em Corrêa e Almeida Filho (2003), afirma-se que a estrutura de propriedade não se modificou, apesar do crescimento ocorrido. Além disso, ao final da década de 1990, já é possível visualizar a queda nos índices do mercado de capitais, frequentemente associado a crises mundiais (Ásia e Rússia, por exemplo), mostrando que a captação de recursos estrangeiros é instável e deixa o mercado dependente dos movimentos dos mercados financeiros internacionais. Soma-se a isso o desestímulo para investimentos em ativos de renda variável derivado do longo período de manutenção de altas taxas de juros.

Teixeira (2005) apresenta uma realidade dúbia no mercado de capitais brasileiro. De um lado, analisando a estrutura operacional e capacidade de movimentação de recursos financeiros, pode-se ver certa sofisticação. Por outro lado, a habilidade de financiar o investimento de longo prazo ainda encontra-se pouco desenvolvida.

A BOVESPA (2000) sinaliza algumas hipóteses que amparam uma crença veemente no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: crescimento econômico, redução nos juros reais, aumento da competição com a entrada de novos *players* nacionais e/ou internacionais, maior sintonia brasileira com mercados estrangeiros, a continuidade de uma revolução tecnológica e um espaço para a bolsa brasileira também cumprir um papel de bolsa de acesso. Adicionalmente, é possível destacar dois grandes problemas brasileiros: oferta insuficiente de papéis de qualidade e a falta de uma cultura de governança empresarial.

Essas evidências apresentadas parecem sustentar a assertiva de que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais no Brasil deverá se alicerçar nas práticas de governança corporativa, uma vez sua adoção dará, de um lado, ao investidor maior segurança e, por outro lado, às empresas menor custo de captação.

## **2.3 Mercado de Capitais Alemão**

### **2.3.1 Características do Mercado de Capitais Alemão**

De acordo com Siebert (2004), o mercado de capitais da Alemanha depende de produtos bancários intermediados, e não tanto dos processos envolvendo o próprio mercado de capitais

(além dos sistemas bancários). Dois dos três pilares do sistema bancário alemão (os bancos de poupança e os bancos cooperativos) têm estatutos especiais e não estão expostos ao controle do mercado de capitais através da ameaça habitual de uma mudança de propriedade. No financiamento das empresas, créditos bancários são muito mais importantes em relação aos produtos do mercado – de capital e de títulos – do que nos países que adotam um padrão anglo-saxão de governança corporativa. Além disso, os bancos, até agora, tinham uma posição dominante no controle das empresas através de suas participações e votos no conselho fiscal, no íterim do sistema dualista de governança corporativa da Alemanha.

Os bancos possuíam 13,5% das ações do setor empresarial ao final dos anos 1990. Além disso, há participação cruzada entre os três grupos diferentes de intermediários: os bancos (instituições financeiras monetárias), outras instituições financeiras e companhias de seguros. Bancos e seguradoras detém juntos 22,5%, quase um quarto, das ações do setor empresarial. Embora não seja tão surpreendente que as seguradoras realizem parte de suas carteiras em ações, no caso dos bancos é mais incomum. Afinal, os bancos devem estar no negócio de intermediação financeira da dívida ao invés de investimento em capital. Ações detidas por bancos foram e ainda são usadas como uma alavanca para os bancos em sua “relação bancária”, gerando um grande volume de negócios de empréstimos para os bancos. Como provedores predominantes de capital, é interessante para os bancos fazerem-se representar nos conselhos das empresas, dando-lhes um contato permanente com seus clientes de crédito, que lhes permitam recolher as informações necessárias para ampliar créditos e participar ativamente na governança corporativa das empresas e, assim, indiretamente controlar seu risco de crédito (SIEBERT, 2004).

Rotta (2004) corrobora esses dados ao afirmar que os bancos são portadores da maioria das ações das empresas. Os acionistas adquirem as ações e as entregam às instituições financeiras. Nesse sentido, o direito dessas instituições é exercido em relação à sua participação acionária, constituindo-se em um agente fiduciário. Parece óbvio afirmar, portanto, que essa participação acionária torna os bancos extremamente influentes no que se refere às decisões empresariais. Em relação aos interesses dos bancos em investimentos empresariais, é possível observar que residem em estratégias de longo prazo e não no recebimento de dividendos ou em valorizações de ações.

Uma dualidade é apresentada por Rotta (2004) no que tange a esse sistema de participação bancária. O envolvimento dos bancos parece auxiliar no melhor desempenho financeiro das empresas. Todavia, essa elevada concentração acionária provoca preocupações em relação à política de precificação monopolista e práticas anticompetitivas do mercado. Por exemplo, a forte participação acionária dos bancos no controle acionário nas empresas alemãs dificulta as aquisições hostis.

Outra característica do mercado de capitais alemão, segundo Siebert (2004), reside no fato de que os capitais detidos pelos bancos e companhias de seguro criam uma rede de participações cruzadas entre o setor financeiro e o não financeiro. Os maiores bancos e companhias de seguros estão vinculados a um complexo sistema de controle, de modo que as empresas do setor industrial e do setor de serviços estejam interligadas com o setor financeiro. Estas interdependências são ainda mais intensificadas se outras instituições financeiras, por exemplo, os fundos de investimento, estão relacionadas com bancos e companhias de seguro também, como é o caso da Alemanha

Na década de 1990 essas participações cruzadas entre os três grupos diferentes de intermediários aumentaram de forma que os diferentes grupos de instituições financeiras têm se tornado progressivamente interligados. Isso resulta de fusões e aquisições, bem como cisões de subsidiários para formar operações em conjunto. Não obstante, a primeira década do século XXI tem sido de redução da participação de capital dos bancos em empresas não financeiras (SIEBERT, 2004).

### **2.3.2 Sistema de Dois Níveis: Conselhos de Administração e de Supervisão**

Há, na Alemanha, como na maioria das legislações dos países europeus, uma divisão formal entre sociedades anônimas (*Aktiengesellschaften – AG*) e sociedades de responsabilidade limitada (*Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbH*). Estes tipos societários são regidos por leis distintas; as empresas AG regulam-se pela *Stock Corporation Act* enquanto as GmbH inserem-se nas determinações da *Limited Liability Companies Act*, embora alguns princípios básicos do direito societário aplicam-se igualmente para ambos os tipos (BAUMS, 1999).

De forma semelhante ao Brasil, esta divisão entre sociedades anônimas e sociedades de responsabilidade limitada não se referem ao tamanho da companhia, uma vez que há grandes firmas inseridas na forma societária GmbH, e pequenas empresas (além de empresas com controle familiar) na forma de AG. Apesar disso, somente podem listar e negociar ações nas bolsas de valores as empresas cuja composição societária seja AG (BAUMS, 1999)

A lei base para as sociedades anônimas, a *Stock Corporation Act*, é complementada por outras leis, tais quais a *Codetermination Acts*, o *Commercial Code* (com suas regras relativas ao registro comercial, contabilidade e outras questões) ou o *Security Traded Act* (com regulamentações relacionadas ao abuso de informações privilegiadas).

Rotta (2004), fazendo referência ao relatório oferecido pela *Oxford Analitica*, apresenta uma característica específica do direito societário alemão, ou seja, a obrigatoriedade de todas as empresas de capital aberto e todas as que não são de capital aberto, porém com mais de 500 funcionários, de terem um conselho supervisor (*Aufsichtsrat*) e um conselho executivo ou de administração (*Vorstand*).

Baums (1999) assevera que esse sistema de dois níveis remonta aos anos 1870. O conselho de administração é composto por diretores da companhia e apenas administra e representa as empresas. Por seu turno, o conselho de supervisão tem a função de nomear e supervisionar os dirigentes da organização, além de ser exclusivamente composto por diretores externos à empresa. Os membros do conselho de administração não podem compor também o conselho de supervisão, e vice-versa.

Os membros do conselho de administração são nomeados por no máximo cinco anos pelos membros do conselho de supervisão, e somente podem ser demitidos de suas funções por uma justa causa. Além disso, são possíveis também as renomeações. Conforme Baums (1999) a remuneração dos membros é especificada pelo conselho de supervisão e, tradicionalmente, incluía ganhos por desempenho, derivados da declaração anual de prestação de contas (como o superávit anual). Há alguns anos, apenas, foram incluídas remunerações vinculadas a *stock options*.

Baums (1999) também faz outra importante consideração. A margem de atuação que é dada à gestão permite e até os obriga a assumir os interesses de outros *stakeholders* (empregados,

credores e público em geral). Conforme o autor há uma discussão na literatura jurídica alemã sobre o fato de uma empresa ser realmente uma “empresa” com todos os grupos interessados. São vários os que concordam que a administração não é obrigada, única e exclusivamente, a defender os interesses dos acionistas, maximizando o valor de suas ações, mas pode e deve atuar como um “bom cidadão”, assim como, fazendo doações para universidades mesmo que seus concorrentes possam se beneficiar com essa prática, fazendo provisões para os funcionários prestes a perder seus empregos quando uma empresa esteja próxima de cessar suas atividades em função de mecanismos de fusões ou aquisições

Essa visão é corroborada por Balz (1999), ao afirmar que a noção de “*enterprise*” é diferente de “*company*”, derivada de uma longa tradição de ressentimento anticapitalista, que remonta ao século XIX e ainda é muito viva. A empresa é percebida como uma organização social que combina em algum tipo de coalizão não apenas o capital e o trabalho (os fatores clássicos de produção na teoria econômica), mas, em certa medida, também a sua gestão ou tecnoestrutura (a disposição fator), além de credores e do interesse público. Nessa concepção, os gestores são vistos, mais do que como agentes dos acionistas, representantes da empresa como tal e agentes de um interesse empresarial bastante difuso.

Em relação ao conselho de supervisão, sua composição é de pelo menos três membros e de no máximo 21. A média, na Alemanha, tem sido de 13 membros. Suas duas principais funções relacionam-se à nomeação dos membros do conselho de administração e ao monitoramento da sua gestão. Vinculado à função de fiscalização ou monitoramento, o conselho de supervisão tem o poder de solicitar aprovação prévia de algumas categorias de operações; esse poder é dado ou em função do estado ou por própria decisão do conselho de supervisão. Cada membro do conselho de supervisão pode ter até dez assentos em conselhos fiscais de outras companhias, embora a média tenha sido em torno de 2 a 3 assentos por pessoa (BAUMS, 1999).

Os membros do conselho de supervisão são nomeados na reunião dos acionistas, com exceção dos representantes dos funcionários. A remuneração dos membros do conselho fiscal é fixada em reunião geral com os acionistas e, em média, é relativamente modesta.

No entanto, Balz (1999) faz uma importante consideração. A noção de governança em grandes empresas como algum tipo de coalizão entre o capital e o trabalho ainda ocupa uma

grande parte do pensamento alemão, tanto que isso levou a uma legislação de cogestão entre 1950 e 1976, defendida até hoje pelo trabalho organizado e pelos grandes partidos políticos. As grandes empresas (aquelas com mais de 2.000 funcionários, considerando matriz e filiais) estão sujeitas à cogestão do trabalho no âmbito do *Mitbestimmungsgesetz* de 1976. Um conselho fiscal é obrigatório nessas empresas que possuem um número igual de representantes dos acionistas e dos trabalhadores.

Monks e Minow (2001) detalham essa participação dos trabalhadores no conselho de supervisão. Segundo os autores, a legislação alemã exige que um terço dos membros do conselho supervisor nas pequenas empresas seja eleito por seus empregados, enquanto que nas grandes os trabalhadores podem escolher até 50% dos membros. A outra parte percentual é escolhida diretamente pelos acionistas.

Rotta (2004) entende essa composição como um arranjo que oferece muito poder aos trabalhadores junto à administração e enfatiza que uma grande parte do conselho supervisor será escolhida segundo a lei alemã e não segundo as normas internas da firma. Isso dá uma conotação de forte participação governamental nos assuntos envolvendo corporações.

Na prática, segundo Rotta (2004), a separação entre ambos os conselhos nem sempre é bem rígida. Um determinado membro do conselho supervisor pode atuar no conselho de administração. Além disso, podem ser formadas comissões, compostas pelos dois conselhos, mesmo que impondo limitações legais a ambos. Dessa forma, os dois tendem a atuarem juntos ao gerenciar e direcionar os negócios.

### 3. GOVERNANÇA CORPORATIVA: ASPECTOS GERAIS

#### 3.1 Introdução

Dentre as abordagens discutidas no capítulo anterior relacionadas a mercado de capitais, e no escopo delas, vários foram os pilares sobre as quais se sustenta o surgimento das práticas de governança corporativa.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2006), *Corporate Governance* (CG) pode ser considerada como um conjunto de princípios norteadores e de práticas que regem as relações entre as diferentes categorias de *stakeholders* ou públicos relevantes e a administração da empresa. Tem como finalidade aumentar o valor para a sociedade, facilitar seu acesso ao capital e aprimorar o desempenho da organização.

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos. A possibilidade de os recursos não serem bem gerenciados e/ou empregados, ou ainda, de serem desviados, decorre da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, em que os fornecedores de capital não participam diretamente das decisões corporativas. Nesse ínterim, a governança corporativa é vista com instrumentos ou mecanismos que minimizam os problemas de agência e seus custos envolvidos.

Na mesma direção, Tirole (2005) aponta que governança corporativa é o conjunto de medidas que asseguram o retorno do investimento para fornecedores de capital das corporações em um ambiente de separação entre propriedade e controle. Esse conceito pressupõe, portanto, existir divergência de interesses entre administradores e proprietários de capital e a governança corporativa seria um conjunto de medidas que visa diluir tais divergências.

Muritiba (2009) complementa essa definição ao argumentar que as boas práticas de governança corporativa buscam assegurar ao proprietário que seu empreendimento seja controlado de acordo com suas expectativas, mediante mecanismos que assegurem a transparência na gestão.

Vieira e Mendes (2004) afirmam que as boas práticas de governança corporativa aparecem como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa. Isso minimiza a assimetria de informações existentes entre o principal e o agente e faz com que os *shareholders*, que não pertencem ao bloco de controle, possam reduzir suas perdas, no caso de uma possível venda da organização.

Nesse sentido, pode-se entender que a governança corporativa facilita o acesso a capitais e atrai investidores em potencial, já que os ganhos com as práticas de governança são diversos por parte das empresas, indo desde a desoneração de recursos e melhor desempenho financeiro até a obtenção de maior confiança por parte dos investidores (BORGES, 2005).

Omam (2001) defende que boas práticas de governança corporativa têm papel preponderante no desempenho das empresas, maximizando seu fluxo de investimentos e diminuindo o custo de capital. De fato, pode-se presumir que o custo de capital tende a ser reduzido em consequência da maior demanda por papéis. Isso gera um aumento do valor da empresa e lhe dá uma maior competitividade devido à redução da taxa mínima de atratividade. Nesse mesmo contexto, Rocca (2007) acrescenta que uma governança corporativa eficiente maximiza a confiabilidade da empresa frente ao mercado de capitais, gerando satisfação, confiança e segurança para os investidores, possibilitando que os capitais sejam encontrados mais facilmente, contribuindo para com a criação de valor nas firmas.

Com base em Araújo (2000) e Martins, Hildebrand e Ziviani (2008), pode-se considerar a governança corporativa como parte integrante da estrutura financeira mundial. Se o mercado de capitais for transparente e com maiores possibilidades de fiscalização, é capaz de gerar mais estabilidade aos fluxos de recursos além de servir como um sistema de alerta contra as incertezas empresariais e financeiras. Ou seja, os mercados de capitais nacionais tornar-se-iam mais confiáveis e consistentes à medida que as práticas de governança corporativa fossem mais consistentes e presentes nesses mercados.

Andrade e Rosseti (2004) entendem que a governança corporativa busca, em essência, a perpetuação das organizações, uma vez que se trata de práticas de gerenciamento avaliadas por uma abrangência bastante significativa de posições, que se estendem desde questões legais, como o direito dos acionistas, questões financeiras que medem o retorno dos

investimentos e a geração de valor, chegando até a questões externas, de cunho ambiental, por exemplo.

Boas práticas de governança corporativa buscam aperfeiçoar o desempenho, a criação de valor, o sucesso e continuidade das corporações, mediante um processo de gestão equilibrado, promovendo a ação dos administradores em consonância aos interesses dos detentores de capital (LOPES, 2003).

Além disso, conforme Motta, Silveira e Borges (2006), a governança corporativa contribui para que a gestão da empresa alcance os níveis internacionais em transparência, *accountability* e equidade. Assim, quanto mais a empresa aplica esses pilares nos seus processos, maior é o desenvolvimento dela para com as práticas de governança corporativa, possibilitando chegar a um maior grau de conformidade.

Rabelo e Silveira (1999) alegam que um sistema de governança que seja eficiente deverá prover mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam remover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficazes na ausência de oportunismo autointeressado. Esses relacionamentos, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado.

Para Scott (1997), o ponto central para a governança corporativa é o conjunto de normas legais que estabelecem a estrutura constitucional dos empreendimentos. As leis da empresa, junto com os aspectos legais da propriedade e dos contratos, definem as relações que devem existir entre os acionistas, os diretores, os empregados, os clientes, os fornecedores e a comunidade de uma forma geral.

Nesse sentido, o presente capítulo faz uma revisão da governança corporativa, no âmbito de um tratamento convencional, abordando, no item 3.2 os pilares pelos quais a governança corporativa emergiu (conflitos de agência e custos de transação). Em seguida, no item 3.3, faz-se uma análise dos sistemas de controle corporativo, analisando as peculiaridades de ambos (sistemas de controle interno e externo).

O item 3.4 revisa os mecanismos de controle de mercado, sob três enfoques distintos: mecanismos de *debt* e mecanismos de *equity*, além de uma visão voltada a *corporate finance*.

Já o item 3.5 centra-se na análise dos mecanismos internos e externos de governança corporativa como forma de minimização dos custos de agência.

Finalmente, os itens 3.6 e 3.7 fazem uma revisão dos conceitos e práticas de governança corporativa no Brasil e Alemanha, respectivamente. Nessa revisão, são tratados, no caso do Brasil, os níveis diferenciados de listagem das empresas que optam por boas práticas de governança corporativa, bem como o próprio código de governança corporativa. Em relação à Alemanha são apresentadas as características e formas da governança alemã, o código alemão de governança e a transformação do *Neuer Markt* em *Prime Standard*.

### **3.2 Governança Corporativa: Tratamento Convencional**

A amplitude de estudos acerca de Governança Corporativa perpassa pelas análises que envolvem a criação de mecanismos internos e externos à corporação, no sentido de proverem aos fornecedores de capital o retorno de seus investimentos. Dessa forma, as decisões dos administradores devem estar vinculadas à maximização de valor aos acionistas.

A teoria de governança corporativa é sustentada, em seu tratamento convencional, pela teoria de agência e pela teoria de economia dos custos de transação. Ambas calcam-se nas relações contratuais existentes entre investidores e acionistas (relação de agenciamento) e entre gestores e transações (economia dos custos de transação). Ambas serão discutidas nos próximos tópicos.

#### **3.2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa**

A teoria da agência está alicerçada nos problemas de estrutura de propriedade. Esses problemas dizem respeito às possibilidades de os gestores promoverem a expropriação do capital dos acionistas, no sentido de maximizarem sua utilidade pessoal e não propriamente a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual foram contratados.

Um dos estudos precursores relacionado à estrutura de propriedade remonta a Berle e Means (1932), em que vêm à tona questões vinculadas à separação de propriedade e controle. Os autores apontam que tal separação nas empresas modernas é tida como o paradigma central

acerca da teoria econômica das empresas. As origens desse problema remontam ao fato de as empresas terem assumido uma posição de tamanho considerável, motivo pelo qual seu controle não mais ter condições de ser exercido unicamente pelos proprietários. Em função da escassez de riquezas, a propriedade empresarial tenderia a essa pulverização que, conseqüentemente, poderia fortalecer o poder dos administradores para agir em interesses próprios.

Becht, Bolton e Röel (2005) argumentam que, quando existe muita pulverização e os acionistas deixam de exercer um comportamento ativo, é possível que os administradores mudem as regras a seu favor *ex post*. Então, o monitoramento dos agentes em relação às práticas dos executivos é dificultado. Os autores colocam três razões para que os capitais dos acionistas sejam pulverizados: 1) a riqueza do investidor pode não ser suficiente para um montante grande de investimentos; 2) diversificação de carteiras; e 3) liquidez, tendo em vista que muitas ações não são negociáveis de imediato.

No íterim da separação de propriedade e controle é que surgem, com Jensen e Meckling (1976), os estudos que definem as relações de agência, embora essas relações já tenham sido discutidas por autores como Spencer e Zeckhauser (1971) e Ross (1973). Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato no qual o principal (fornecedores de capital) nomeia um agente para exercer alguns serviços para si, envolvendo a delegação de autoridade na tomada de decisões em alguns aspectos. A teoria da agência pressupõe que a separação entre controle e propriedade introduz o conflito de agência ou agenciamento haja vista o gestor (agente) poder não buscar, necessariamente, os objetivos ditados pelo proprietário (principal), quando o primeiro estiver dotado de interesses individuais. Ou seja, se ambos – agente e principal – pautam suas ações tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, podem existir razões para se presumir que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. Essas premissas possibilitam a criação da hipótese de que o agente perfeito não existe, uma vez que pode haver incongruências no comportamento entre o desejo do principal e a prática efetiva do agente.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que, na relação entre acionistas e gestores, aqueles podem limitar a divergência destes monitorando suas atividades e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles. Para isso, os acionistas incorrem em custos para alinhar os

interesses dos gestores aos seus – os chamados custos de agência. Estes custos seriam o somatório de:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Sob o ponto de vista de relações de agenciamento entre o acionista e o gestor, e no contexto dos custos de agência apresentados, poderia se conjecturar que a existência de contratos completos e perfeitos reduziria sobremaneira esses custos, além da existência de agentes perfeitos. Isso possibilita colocar os conflitos de agência no escopo de uma visão contratual da firma, conforme demonstram Coase (1937), Coase (1991), Jensen e Meckling (1976), Famá e Jensen (1983), entre outros.

Jensen (2001) aponta que uma firma é umnexo de contratos entre clientes, trabalhadores e executivos, além de fornecedores de capital e material. Dessa forma, os executivos e acionistas assinam um contrato que especifica o que os gestores devem executar em relação ao rol de recursos disponíveis para eles. Por isso a necessidade de contratos completos, que pudessem contemplar todas as nuances contingenciais possíveis na atuação de um administrador.

Church e Ware (2000) asseveram que os contratos alinham os interesses das contrapartes, fornecendo mecanismos em uma transação para assumir seus respectivos comportamentos futuros. Assim, caso a punição do não cumprimento do contrato faça com que uma das partes seja mais prejudicada em comparação ao seu cumprimento, o incentivo a agir fora dos termos contratuais será minimizado. Hart (1996) delinea os custos envolvidos para a elaboração de um contrato eficaz e completo:

- Custos para determinar ou antecipar todas as possíveis contingências, buscando uma adaptação eficiente;
- Custos para se atingir um acordo para cada contingência importante;
- Custos para escrever o contrato em termos e condições precisas, compreendido e interpretado como em tribunal;
- Custo de monitoramento;
- Custos de aplicabilidade, uma vez que, na falha em relação ao cumprimento contratual, custos serão incorridos para se exercer tal documento.

Porém, Klein (1983) e Jensen (2001) apontam que contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas e mudanças aos desafios do ambiente de negócios não existem. Isso porque o número de contingências possíveis é extremamente grande, além da multiplicidade de reações frente a essas contingências. Ademais, outro fator a se considerar é a frequência com que as contingências possam ocorrer. Por isso os gestores acabam por exercer o direito residual de controle da empresa além da própria outorga das ações previsíveis. Então, pode-se entender que o ser humano, por sua natureza, tenha campo para conduzir as decisões empresariais para a maximização da função utilidade mais para seus próprios anseios e objetivos, o que torna esse agente imperfeito nesse prisma.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), as principais formas pelas quais os gestores expropriam a riqueza dos acionistas são:

- Pela diversificação excessiva da empresa;
- Pelo crescimento maior do que o necessário, com o reinvestimento do fluxo de caixa livre em projetos que não agregam valor aos acionistas;
- Pela determinação da remuneração abusiva de si próprios;
- Pelo roubo dos lucros;
- Pela venda da produção, ativos, ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa dos quais são controladores;
- Pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais;
- Pelo empreendimento de projetos devido ao seu gosto pessoal e não devido a estudos técnicos de viabilidade;
- Pela resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas.

Entretanto, embora os acionistas possam estar desprotegidos em relação às práticas executivas dos gestores, alguns mecanismos podem inibir essas práticas. Jensen e Meckling (1976) afirmam que os contratos de incentivo poderiam exercer esse papel ao conceder aos gestores um incentivo *ex ante* de longo prazo que alinham ambos os interesses, ou seja, de executivos e acionistas. Shleifer e Vishny (1997) ponderam essa visão uma vez que tais contratos poderiam criar um enorme potencial para ganhos extras por parte dos gestores, principalmente quando o conselho de administração passivo esteja envolto nessas negociações.

Além dos contratos de incentivo, outro mecanismo a ser utilizado seria o estabelecimento de contratos de dívida (SILVEIRA, 2002). Segundo o autor, a característica definidora do débito é a possibilidade de os credores exercerem controle quando do não pagamento da dívida. Nesse sentido, caso os executivos (tomadores dos fundos) violem algum termo contratual, o prestador (acionistas) pode assumir certos direitos, como o colateral ou levar a empresa à falência. Nesse caso poderia haver um comprometimento do pagamento dos fluxos de caixa livres para os investidores.

Há que se considerar, porém, que, além do conflito de agência residir na separação de propriedade, ou seja, entre investidor e gestor, este conflito se estende a outras plataformas, quais sejam, conflitos entre os próprios acionistas (neste caso entre os majoritários e os minoritários).

Embora a existência de acionistas majoritários possa inibir a ação de gestores em relação à expropriação daqueles, outro problema pode vir à tona, ou seja, a expropriação dos acionistas majoritários em relação à riqueza dos acionistas minoritários, já que exercem uma influência maior na direção das empresas (BECHT; BOLTON; RÖEL, 2005). Se os grandes investidores preocupam-se com seus próprios interesses em relação ao dos demais, conforme Shleifer e Vishny (1997), então a expropriação do pequeno pelo grande investidor inibiria o primeiro a injetar recursos na empresa, uma vez que não teria sua utilidade maximizada. Além do mais, esse problema se agravaria caso houvesse prêmio das ações com direito a voto em detrimento das sem direito a voto.

Finalmente, pode haver conflitos entre acionistas e credores. Shleifer e Vishny (1997) apontam que a expropriação de riqueza pelos grandes investidores torna-se potencialmente

mais significativa quando outros investidores possuem direitos diferentes no fluxo de caixa da empresa. Então, Nakayasu (2006) entende que a existência de capital de terceiros faz com que este seja remunerado primeiro. Havendo lucro residual, aí sim o acionista seria remunerado. Nesse sentido, para o acionista escolher uma alternativa que pague totalmente o capital de terceiros, mas não remunere o seu capital, e outra arriscada, que possa comprometer os credores ou acarretar ganhos que os compensem e gerem lucro residual, certamente ele buscará essa segunda alternativa.

Uma vez que Tirole (2005) compreende a governança corporativa como uma série de medidas que asseguram o retorno dos investimentos em ambientes de separação entre propriedade e controle, como reflexo desse raciocínio, entende-se ser a governança corporativa uma forma de minimização dos problemas derivados de divergências de interesses estabelecidas pelos gestores e investidores.

Esta discussão pode ser atestada com Cerda (2000), ao apresentar dois objetivos centrais de um sistema de governança corporativa: o primeiro deles refere-se a promover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração das corporações, no sentido de que suas ações estratégicas sejam voltadas para a maximização do valor dos detentores de capital, por meio do aumento do desempenho financeiro da firma; o segundo trata de estabelecer responsabilidades e outros mecanismos para evitar que os gestores – denominados de *insiders* – promovam qualquer tipo de expropriação de valor prejudicando os acionistas – *shareholders* – e demais interessados na organização – *stakeholders*.

### **3.2.2 Teoria dos Custos de Transação e Governança Corporativa**

O termo governança contratual é utilizado para referir-se aos sistemas que tratam desses problemas contratuais dos agentes econômicos. Kester (1992) apresenta uma visão adicional em relação aos problemas de coordenação e controle. Segundo ele, esses problemas não se resumem à separação dos proprietários em relação aos gestores, mas incluem também problemas relativos às trocas contratuais entre os agentes econômicos. O autor defende que a análise dessa questão deve ser inserida na teoria dos custos de transação.

O conceito de economia dos custos de transação surge com Coase (1937), poucos anos após Berle e Means (1932) apresentarem os problemas de separação de propriedade e controle. Este conceito apregoa uma análise pautada em uma indagação relacionada à decisão de uma empresa produzir para suas necessidades ou ir buscar produtos no mercado. Então, os custos de transação são os custos de coletar informações, de negociações e estabelecimento de contratos. A existência desses custos implica quais métodos alternativos a firma deverá usar para que conduzam a função de coordenação a um baixo custo (COASE, 1991).

Okimura (2003) entende que as diferenças dos custos de transações entre a economia e as formas organizacionais seriam os principais fatores responsáveis pela decisão de usar o mercado para algumas transações e formas organizacionais para outras. Isto significa dizer que esta questão envolve delimitar os limites de uma empresa entre ela mesma produzir seus insumos ou adquiri-los no mercado. Daí decorre as indagações relacionadas ao escopo vertical que a firma assumirá.

Conforme Williamson (1985) os custos de transação podem ser do tipo *ex ante* e *ex post*. Aqueles são os custos de esboçar, negociar e salvaguardar o acordo; estes, os relacionados aos ajustamentos e adaptações que resultam no rompimento contratual devido a falhas, erros ou interesses próprios de cada uma das partes.

Sendo os custos de transação aqueles relativos a especificar o que está sendo comercializado e assegurar o cumprimento dos consequentes acordos, Williamson (1988) afirma que a empresa é uma estrutura de governança, já que serve como um mecanismo de minimização dos custos de transação perante os oportunismos que as pessoas estão sujeitas em uma corporação. Como a unidade de análise é o fluxo de transações entre as partes da empresa, deve-se, portanto, determinar um sistema eficiente de governança que deverá elaborar mecanismos de incentivos, contingências para a resolução dos conflitos de forma a promover a continuidade das transações e que sejam eficientes na ausência de oportunismos.

Portanto, Rabelo e Silveira (1999, p. 7) destacam que “o ideal seria um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação”. Esta assertiva proposta por Kester (1992) e analisada por Rabelo e Silveira (1999) traz em seu bojo a vantagem de se obter um instrumental capaz de analisar também a realidade de países da Europa Continental

e da Ásia, onde as complexas relações de propriedade entre as corporações e entre estas e os bancos, constituem uma característica marcante do sistema de governança. Isso porque a literatura geralmente compara esses blocos de governança, ou seja, Estados Unidos e Inglaterra, de um lado, e Alemanha e Japão, de outro.

Williamson (1988) aponta que tanto a teoria de agência quanto a teoria dos custos de transação seriam complementares, com alguns pontos em comum e outros pontos distintos. Enquanto a teoria de agência foca na atenção aos agentes, e economia dos custos de transação tem a visão voltada para as transações. Dessa forma, a teoria da agência tem em seu bojo o alinhamento dos interesses dos proprietários com os agentes, enquanto a teoria dos custos de transação foca no alinhamento dos ativos ou na especificidade dos ativos com as transações corporativas. Pode-se dizer, então, que a primeira concentra seu objetivo na determinação *ex ante* dos custos de agência e os incentivos de alinhamento, e a segunda foca nos custos de imperfeição ou adaptação inadequada *ex post* das transações. No entanto, ambas as abordagens pautam-se na inexistência de contratos completos.

Shleifer e Vishny (1997) apresentam o conceito de governança corporativa, no escopo do nexo contratual que aproxima as teorias de agência e dos custos de transação, como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos *ex post* e motivar os investidores a investirem mais recursos *ex ante*.

### **3.2.3 Governança Corporativa Contratual**

É sabido que uma melhor proteção aos minoritários facilita o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento, por consequência, de novos projetos empresariais. No entanto, os países podem esbarrar em dificuldades de cunho político e institucional quando da promoção de legislação que proteja de modo mais eficaz os acionistas minoritários.

La porta et al (1997) mostram que países que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários apresentam alguns resultados importantes, quais sejam: mercados acionários relativamente maiores; menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; maior número de companhias abertas; maior número de IPO's; maior captação de recursos no

mercado acionário; a avaliação de mercado das empresas, medido através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Adicionalmente, La Porta et al (1997) desenvolveram um índice de proteção ao acionista minoritário baseado nos direitos a voto dos acionistas. Este índice parte do princípio de somar um ponto cada vez que um critério é atendido, dentre os critérios citados pelos autores:

- Base legal para que acionistas votem em assembleias por meio de procurações;
- Direito a representação proporcional no conselho de administração;
- Direito a redimir ações pelo valor patrimonial quando certas decisões fundamentais são tomadas;
- Direitos aos acionistas de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido;
- Percentagem do capital necessário para convocar uma assembleia extraordinária.

Além do índice de proteção aos acionistas minoritários, La Porta et al (1997) criaram um outro índice baseado na proteção aos credores. Este índice é baseado no cumprimento de quatro critérios: restrições a que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em casos de concordata; quando em caso de falência as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses; existência de restrição para entrar em concordata; quando um interventor indicado por um tribunal é responsável pela administração da firma em concordata.

La Porta et al (2000) mencionam que o fato de haver conflito entre os gestores e os acionistas minoritários decorre de a distribuição de dividendos ou retenção de lucros poder não estar de acordo com o interesse de todos os envolvidos. Os autores observaram que os acionistas que investem em países cuja proteção legal é expressiva fazem uso dos instrumentos legais para obterem seus direitos, ou seja, recebimento dos dividendos, especialmente quando os investimentos que os controladores estão interessados em aplicar não possuem boa rentabilidade. Os autores acrescentam que a lei é um dos principais mecanismos inibidores dos conflitos de agência.

Coffee (1999) denomina de **convergência legal** o processo relacionado a mudanças na legislação e nos mecanismos de cumprimento de novas regras, tais como reformas judiciais e

de regulamentação. O autor afirma que a percepção de que uma legislação mais forte favoreceria claros benefícios à eficiência do mercado levaria a um processo de convergência do direito dos acionistas minoritários entre os países. Países com pouca tradição na proteção dos minoritários buscariam ajustes nas leis que promoveriam sua participação nos negócios da firma e que impusessem, normativamente, práticas mais rígidas de governança corporativa.

No entanto, além da ideia de convergência legal, Coffee (1999) explora o conceito de **convergência funcional**, em que haveria mudanças de regras dentro dos próprios mercados sem a necessidade de alterações na própria legislação. Esse conceito engloba os esforços da corporação na melhoria de sua relação com os investidores, independente de mecanismos legais que regulem essa relação, ficando apenas vinculados a mecanismos contratuais.

Entretanto, Grossman e Hart (1986) argumentam que a dificuldade de se escrever contratos que determinem ações para cada estado da natureza requer um aparato legal que complete lacunas importantes para o funcionamento do mercado de capitais. Nesse ínterim, havendo falhas na legislação em relação à proteção aos interesses dos acionistas minoritários, os contratos estabelecidos teriam redução na sua eficácia.

Na mesma linha de pensamento de Grossman e Hart (1986), Johnson e Shleifer (2001) defendem não haver evidências empíricas claras de que uma forte proteção ao investidor surja espontaneamente através de contratos privados ou de instituições políticas. Para os autores, instituições com sólidas regras internas de regulação e de transparência, que assegurariam melhor respaldo do poder judiciário na resolução de possíveis conflitos, é que devem fazer jus à proteção dos interesses dos acionistas minoritários.

Strour (2002), porém, corrobora a ideia de convergência funcional apresentada por Coffee (1999) ao analisar a importância das diferentes práticas de governança corporativa da firma dentro de um mesmo país, tanto as advindas das assinaturas de contratos privados, quanto as advindas das próprias características das firmas. O autor centrou sua análise em empresas brasileiras e concluiu que, para uma convergência funcional com regras de maior proteção, foram comprovadas para contratos que, na prática, representavam ganhos em termos de governança corporativa e transparência da firma. Caso algumas firmas ou o próprio mercado de capitais não vejam os avanços da lei como suficientes para as suas necessidades em termos

de governança corporativa, então a assinatura de contratos privados pode ser eficaz para este processo.

### **3.3 Governança Corporativa e o Ambiente Institucional**

Existem formas distintas de classificar os sistemas de governança corporativa. Os distintos enfoques apuram diferenças basicamente pelo elemento focalizado na análise dos sistemas de governança corporativa.

Franks e Mayer (1995) dão foco na estrutura de propriedade e controle. Os autores afirmam que as principais diferenças dos sistemas de governança corporativa entre os países estão no fato de como a propriedade e o controle estão organizados na economia, rebatendo os argumentos que fundamentam essa diferença em estando no modo como os sistemas financeiros canalizam *funding* para as corporações. Essa asseverativa serviu como base para a classificação proposta pelos autores de sistemas de controle interno e externo em relação ao controle corporativo.

Davis (1995) propõe outra classificação, relacionada à forma pela qual as empresas alavancam seu capital, ou seja, o enfoque nos instrumentos utilizados para o exercício do controle, e o impacto disto sobre o controle da empresa. Nesta classificação, deve-se analisar a dicotomia existente entre o controle de mercado via *equity* e controle direto de mercado via *debt*.

Berglöf (1995) alicerça seu modelo nas formas predominantes de finanças corporativas. Para o autor, o ponto de partida de um sistema de governança é a busca de financiamento externo, inserido na credibilidade das promessas feitas aos investidores. Nesse sentido, dois modelos podem ser distinguidos: financiamento ao alcance do braço e financiamento orientado ao controle.

#### **3.3.1 Sistemas de Controle Corporativo**

Os sistemas de controle corporativo interno também são denominados de modelo *stakeholder* (partes interessadas), no qual são adotadas visões mais abrangentes e cuja ênfase centra-se na

colocação da corporação como uma rede formal e informal de relacionamentos com diversos atores interessados. O foco veemente desse modelo está baseado no fato de que os interesses dos acionistas buscam ser equilibrados aos outros agentes que, de forma direta ou indireta, são impactados pelas decisões empresariais, a exemplo, os fornecedores, empregados, clientes e comunidade em geral.

Por seu turno, os sistemas de controle externos são conhecidos também como modelo *shareholder* (acionistas) em que são privilegiados os interesses dos acionistas, mormente com a valorização do capital empresarial. A tônica, portanto, está vinculada à obtenção de lucro.

Com Rabelo e Silveira (1999) pode-se afirmar que os países com o chamado sistema de controle interno apresentam um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa; mercados de capitais com pouca liquidez e onde o controle e propriedade não são costumeiramente negociados; e sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações. Essas características conferem a esse sistema um limite no papel de alavancagem de capital no âmbito do mercado de capitais.

Esse tipo de sistema interno de controle vigora basicamente nos países da Europa Continental e Japão. Nesses sistemas o controle é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não financeiro. As grandes corporações são as maiores acionistas, tendo interesse controlador nas companhias em que investem. São elas as grandes investidoras, acarretando pouco espaço para a atuação de outros agentes.

No modelo de controle interno, as empresas devem ser socialmente responsáveis, geridas tendo em vista o interesse público. Além disso, devem prestar contas do impacto de suas ações a diversos grupos de interesse na corporação, motivo pelo qual a cobrança por transparência e *accountability* é relevante. Algumas críticas relacionadas ao modelo supõem que os administradores podem atribuir eventuais resultados negativos do negócio à exigência por atender as expectativas dos grupos interessados, embora reconheçam que essas expectativas possam ser agregadas em termos de esforços das partes em torno de objetivos de longo prazo e longevidade das corporações (MAHER, 1999).

Rabelo e Silveira (1999) argumentam que, por seu turno, os sistemas de controle externo são caracterizados por um grande número de empresas listadas em bolsa de valores; mercados de

capitais com índice expressivo de liquidez, nos quais os direitos de propriedade e controle são comumente negociados; pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações. A própria legislação tem papel preponderante ao garantir maior transparência e respeito aos acionistas minoritários pelos majoritários.

Esses sistemas vigoram nos Estados Unidos e no Reino Unido e têm uma forma hierárquica de controle que vai dos investidores individuais diretamente ou indiretamente via instituições para empresas. Todavia, um dos problemas que esses sistemas podem apresentar é a ocorrência de comportamentos gerenciais contrários aos interesses dos detentores de capital, dada a diluição da propriedade, fato que dificulta ação individual dos *shareholders*.

Conforme Maher (1999), o modelo *shareholder* tem mais destaque atual, e supõe maximizar as riquezas dos acionistas utilizando como critério de desempenho o valor de mercado da empresa. Contudo, esse modelo tem em seu bojo algumas dificuldades, quais sejam, separação entre propriedade e gestão, assimetria de informação e divergência de objetivos entre principal e agente. Como consequências surgem os denominados problemas de agência.

A comparação dos dois sistemas pode levar ao entendimento que o modelo de *stakeholder* possui uma lógica mais ampla do que propriamente a lógica de mercado. Esta, por sua vez, pode não ser muito útil em países que priorizam outras lógicas distintas a esta.

### **3.4 Mecanismos de Controle de Mercado**

#### **3.4.1 Uma visão dos mecanismos de debt e equity**

O volume de financiamento à disposição das empresas, principalmente por meio de bancos (controle direto via débito), rivaliza com os recursos advindos do mercado de capitais (controle via *equity*), configurando um ambiente mais ou menos propício a um tipo de estrutura de propriedade.

O controle direto via débito pressupõe haver um relacionamento veemente entre banco e empresa, no qual o sistema bancário financiador tem participação direta na determinação dos rumos da empresa, além de acentuada participação acionária. É interessante observar que

nesse sistema, os bancos desenvolvem um papel dualista e extremamente importante, haja vista serem, muitas vezes e simultaneamente, acionistas e credores.

Rabelo e Silveira (1999) corroboram essa asseverativa afirmando que o elemento central do controle direto via débito é o *relationship banking*. Afirmam ainda que as corporações desenvolvem relacionamentos de longo prazo com um pequeno número de credores e de detentores de *equity*, além de o sistema apresentar evidências de posse cruzada de ações entre as empresas (explicitando fortes alianças Interempresas e destas com bancos), que funcionam como mecanismos mais especificamente para sedimentar alianças do que propriamente para exercício de controle.

A influência de acionistas corporativos, a falta de informações financeiras detalhadas e os direitos assegurados de outras partes (empregados, fornecedores e credores) de representação nos conselhos superiores de administração são apontados por Rabelo e Silveira (1999) como sendo as causas pelas quais o papel de outros acionistas institucionais serem bastante limitados, já que os bancos aparecem como instrumento de coordenação muito forte. Cabe aos bancos, portanto, a realização do monitoramento dos executivos na gestão empresarial.

De acordo com Davis (1995), o alto número de fusões e aquisições hostis, associado a novas leis regulatórias, levou instituições americanas e de outros países a implementarem movimentos por uma governança corporativa baseada no controle via *equity*. O sistema de controle de mercado via *equity* é caracterizado pelo fato de as tomadas de controle via *takeover* (aquisições hostis) exercerem uma importante função na solução de conflitos entre gestores e acionistas, funcionando como uma restrição ao comportamento dos executivos. Em outras palavras, a negociação de ações (efetiva ou ameaça) é uma consequência do descontentamento dos acionistas para com os gestores, motivo pelo qual inibe o comportamento destes para práticas contrárias aos interesses daqueles.

Rabelo e Silveira (1999) ponderam que a ameaça de uma aquisição hostil funciona como uma restrição ao comportamento dos executivos uma vez que a grande maioria dos *takeovers* é seguida pelo desligamento dos executivos da firma adquirida. Corroboram os autores, ainda, que os investidores institucionais exercem uma função relevante ao complementarem a ação disciplinadora das aquisições e avaliarem as propostas de aquisição quando surgem.

Nesse sistema via *equity* os acionistas majoritários e investidores institucionais exercem um monitoramento mais efetivo a ponto de avaliarem, inclusive, as propostas de tomada de controle, motivo pelo qual se pode observar uma ligação direta com os gestores, tanto de modo formal quanto informal.

### 3.4.2 A Visão do Corporate Finance

Berglöf (1995) apresenta a teoria de *corporate finance* para analisar as distinções entre os sistemas de governança corporativa. Uma vez que tal teoria parte do dilema tradicional do empreendedor ou da gerência de uma firma em busca de financiamento externo, a obtenção deste financiamento ou mesmo a redução do seu custo depende da credibilidade das promessas feitas aos investidores de utilizar este capital de forma particular ou de pagar de acordo com regras estabelecidas contratualmente. Analisando dessa forma, os *insiders* se veem envoltos em duas possíveis decisões que poderão acarretar essa credibilidade: (1) lançar direitos contingentes de propriedade sobre os ativos e fluxos de caixas ou (2) ceder parte do controle sobre as decisões de investimento. Berglöf as denomina de Financiamento ao Alcance do Braço (FAB) e Financiamento Orientado para o Controle (FOC).

Rabelo e Silveira (1999) enfatizam que essas decisões devem estar pautadas com as seguintes considerações:

- A importância relativa do financiamento externo, e conseqüentemente da governança corporativa, depende da capacidade da empresa em gerar fundos internamente.
- A decisão de financiamento (financiamento externo e suas fontes, ou financiamento interno) pode estar sujeita a problemas de agência, dado que gerentes e proprietários podem não estar dispostos a reduzir seu controle.

Quando se analisa o FAB, entende-se que os investidores não interferem diretamente nas decisões estratégicas da empresa até o momento em que são pagos de acordo com o contrato, embora não se possa assegurar que a intervenção esteja excluída. Esta intervenção pode ser praticada pelo próprio mercado ao exercer o controle corporativo ou pelas cortes de falências. Nesse sentido, é plausível afirmar que tais contratos devem ser passíveis de discussão em tribunais e que o escopo do FAB em termos de financiamentos externos envolve, além de débitos securitizados de curto prazo, *equity* e *bonds* (RABELO; SILVEIRA, 1999).

O arranjo de FOC tem intentos diversos, já que os investidores procuram reduzir os problemas de agência exercendo monitoramento nas decisões de investimento da empresa. Dependendo do título que o investidor possui, a natureza do controle sofre interferência distinta. Rabelo e Silveira (1999) apontam essas diferenças da seguinte forma:

- Se o investidor possuir apenas débito, os direitos de controle são exercidos primariamente em maus estados da natureza, quando a firma não consegue liquidar um pagamento.
- Se o investidor possuir somente *equity*, o controle não está limitado a estados *non-default*.
- Se o investidor possuir débitos e *equity* simultaneamente, o exercício de controle pode ser dado em todos os estados.

Berglöf (1995) discute que a natureza do monitoramento vai além dos instrumentos de financiamento em mãos da corporação controladora. O autor aponta que a concentração destas participações no seu portfólio, bem como os incentivos fornecidos pelo seu balanço também devem compor as análises envolvendo o monitoramento.

Dessa forma, podem-se classificar os investidores como orientados ao portfólio e orientados ao controle, de um lado e, de outro, investidores capitalizados e investidores altamente alavancados. Investidores cuja orientação dá-se pelo portfólio não têm muito interesse no exercício do controle e enfatizam a diversificação pelo risco, tendendo a possuir instrumentos FAB. Por seu turno, investidores orientados ao controle centram-se nas decisões de controle efetivo ou em sua possibilidade, em detrimento da diversificação de investimentos.

Considerando que estas duas formas de financiamento são distintas na teoria, na prática podem ser mais difíceis de discernir. Berglöf (1995) aponta como exemplo que créditos originalmente emitidos como FAB podem mais tarde virar FOC. O autor incrementa o exemplo citando que um investidor orientado ao portfólio pode mudar a estratégia e assumir o controle da empresa. Da mesma forma, não é incomum para um banco, mesmo que não foi orientado ao controle inicialmente, comprar os créditos de outros credores quando uma empresa devedora se vê em dificuldades financeiras.

Barglöf (1999) afirma, ainda, que estes dois tipos de financiamento tendem a se complementarem em vez de serem substitutos e que a importância dos bancos comerciais em muitos países deve-se ao fato de eles serem capazes de oferecer os dois tipos. Outro motivo de complementaridade dos dois financiamentos dá-se porque são influenciados por fatos distintos. De um lado, o FAB apoia-se fortemente na liquidez dos mercados para ativos corporativos e, conseqüentemente, na extensão da capacidade de fazer valer os direitos de propriedade e as condições gerais de negócio. De outro lado, o FOC tem condições não muito bem compreendidas, mas sabe-se que manter relações de monitoramento gera custos, motivo pelo qual tende a ser orientado para o longo prazo.

Item	Tipo de Sistema Financeiro	
	FOC	FAB
<i>Características Gerais</i>		
Profundidade e Amplitude dos mercados financeiros	Baixo	Alto
Ativos dos bancos como percentual dos ativos financeiros totais nas mãos de instituições financeiras	Alto	Baixo
Probabilidade de abrir o capital	Baixo	Alto
Importância do mercado para controle corporativo	Baixo	Alto
<i>Estrutura Creditícia</i>		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Créditos bancários nas obrigações totais	Alto	Baixo
<i>Bonds</i> nas obrigações totais	Baixo	Alto
<i>Turnover</i> das participações (posições)	Baixo	Alto
<i>Estrutura dos acionistas</i>		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Participações dos bancos	Alto	Baixo
Participações interfirmas	Alto	Baixo
<i>Turnover</i> dos blocos de controle	Baixo	Alto

**Quadro 3.1 – Sistemas de Financiamento e Estrutura de Capital**

Fonte: Berglöf (1995)

O Quadro 3.1 apresenta a sumarização das características dos modelos FAB e FOC, com base em Berglöf (1995). Embora algumas interdependências do quadro sejam autoexplicativas, há que se destacar que um sistema financeiro dependente do financiamento orientado para o controle requer mais intermediários orientados ao controle, estruturas de capital mais concentradas, e terá um menor volume de negócios de grandes blocos de dívida e capital. Altas taxas de créditos bancários para o total do passivo e as extensivas participações interfirmas também expressam a importância do financiamento orientado para o controle.

Rabelo e Silveira (1999) argumentam que parecem existir variações internacionais significativas no grau e natureza da orientação ao controle nas economias, entre indústrias, entre firmas de diferentes tamanhos e entre países, dependendo do nível de desenvolvimento e dos arranjos institucionais, embora seja virtualmente universal a predominância de fundos internos no financiamento total e de empréstimos bancários no financiamento externo.

### **3.5 Mecanismos de Governança Corporativa**

Com base em Silveira (2004) é possível afirmar que os conflitos de interesses existentes entre acionistas e gestores podem ter seus prejuízos minimizados, ao se adotarem um conjunto de mecanismos, tanto internos quanto externos à organização, que alinhem os interesses de ambos os agentes.

Jensen (1993) classifica esses mecanismos de governança corporativa em quatro categorias, que ele denomina de forças de controle sobre uma organização:

- O ambiente legal, político e regulatório;
- O mercado de capitais e de fusões e aquisições;
- O mercado competitivo do setor de atuação; e
- Os mecanismos internos

Okimura (2003) apresenta duas questões básicas, porém importantes, que se fazem presentes ao analisar os mecanismos de governança individualmente. A primeira delas indaga se realmente os mecanismos agem com efetividade no intuito de minimizar o desalinhamento entre os interesses dos administradores e acionistas. A segunda questiona acerca do impacto (se significativo ou não) desses mecanismos no valor e/ou desempenho da empresa.

Silveira (2004) corrobora essas questões apresentadas por Okimura (2003), afirmando que toda discussão relacionada à governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. No entanto, o autor pondera que é necessário identificar se o desempenho das empresas é influenciado por mecanismos internos ou se por externos ainda que não se tenham evidências empíricas ou arcabouços teóricos conclusivos a respeito disso, bem como ao relacionamento existente entre ambos de forma complementar ou substituta.

Okimura (2003) resgata os estudos de Shleifer e Vishny (1997), que afirmam serem os estudos de eventos os alicerces por onde se pautaram grandes evidências empíricas de que administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas. Os autores citam que pesquisadores, ao analisar esses conflitos, determinam as reações anormais de preços de ações em relação a um tipo particular de anúncio de evento. Então, se um mecanismo em particular diminui a probabilidade de que um administrador irá tomar uma atitude que diminua a riqueza do acionista, esse mecanismo pode ser utilizado como alinhamento de interesses entre o agente e o principal, ainda que em algum nível isolado.

Em consequência disso, pode-se preconizar a hipótese de que se um mecanismo de governança minimiza o citado desalinhamento de interesses entre agente e principal, também impacta positivamente no valor da empresa. Denis (2001), entretanto, entende que os estudos empíricos dificilmente podem dar uma resposta consistente a essa hipótese, pois as relações entre valor de empresa e mecanismos de governança podem ser espúrias, dado que podem existir endogeneidade nas variáveis.

O estudo de Silveira (2004) centra-se na discussão citada ao propor uma avaliação que defina se os mecanismos de governança corporativa são exógenos e se realmente exercem influência sobre o desempenho das empresas no Brasil. Isso em função de o autor citar que vários estudos concentram-se em analisar a governança corporativa como variável exógena ou independente. Todavia, pode haver relação inversa nas corporações, ou seja, a qualidade ou os níveis de governança corporativa podem ser fruto do desempenho da empresa ou de outras características e, não necessariamente, o contrário. O fato é que os mecanismos de governança e o desempenho da empresa correlacionam-se em ambas as direções.

### 3.5.1 Mecanismos externos

Os mecanismos externos de governança corporativa podem ser agrupados em três grupos: (1) o ambiente legal, político e regulatório; (2) o mercado de capitais e de fusões e aquisições; e (3) o mercado competitivo do setor de atuação.

#### 3.5.1.1 O Ambiente Legal, Político e Regulatório

La Porta et al (1997, 1998, 2000) afirmam que o ambiente legal é um mecanismo fundamental de governança corporativa, já que o nível de proteção das leis do país em relação aos direitos dos investidores e o nível de *enforcement* relativo à aplicação dessas leis são fatores determinantes de governança corporativa e de finanças corporativas de um país. Os autores ainda acrescentam que o nível de proteção é determinado pela origem das leis de cada país. Os resultados dos estudos marcam para o fato de que estrutura de propriedade, mercado de capitais, estrutura de financiamento e políticas de dividendos apresentam diferenças entre os países, mormente pela dependência do grau de proteção dos investidores em relação à possibilidade de expropriação por parte dos administradores e acionistas controladores.

No bojo dessa discussão, autores como Prowse (1994) e Denis (2001) consideram os mecanismos regulatórios e de cunho legal como os mais importantes dentre os mecanismos de governança corporativa.

Porem, Kappler e Love (2002) sustentam que existe uma grande variedade na qualidade de governança corporativa entre empresas de um mesmo país, onde se podem encontrar empresas com boa governança corporativa em países com fraca proteção legal e empresas com governança corporativa considerada ruim em países com boa proteção legal aos investidores. O que pode explicar esse fato, ou seja, empresas de um mesmo país que ofereçam níveis distintos de proteção aos investidores, vincula-se a questões de especificidade operacional e os diferentes interesses da corporação em relação à governança corporativa.

Nessa mesma direção, Himmelberg et al (1999) apontam que algumas empresas teriam maior facilidade para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários em função da natureza de suas operações.

### 3.5.1.2 O Mercado de Capitais e de Fusões e Aquisições

O segundo mecanismo externo de governança corporativa refere-se ao mercado de capitais e de fusões e aquisições. Um mercado de capitais mais transparente e, conseqüentemente, com possibilidades superiores de fiscalização, gera uma estabilidade mais marcante nos fluxos de recursos e serve como um sistema de alerta contra as incertezas empresariais e financeiras. Um fato é que investidores de países desenvolvidos estão propensos a aportar seus recursos em mercados estrangeiros em função do adensamento desse mercado de capitais nesses países, motivo pelo qual a governança corporativa exerce uma ação essencial no processo de formação do mercado de capitais mais confiáveis e consistentes (ARAÚJO, 2000; MARTINS; HILDEBRAND; ZIVIANI, 2008).

Em outra linha de pensamento, Denis e McConnell (2003) entendem a participação do mercado de capitais como mecanismo de governança corporativa uma vez que possibilita a reação aos anúncios de resultados negativos das empresas. Segundo os autores, existe um forte incentivo para os investidores tomarem o controle da empresa quando vislumbrarem que exista uma diferença de preços significativa entre o valor real da empresa e seu valor potencial, em consequência de ineficiência de mecanismos internos de governança corporativa. Nessa direção, havendo uma ameaça de alteração no controle haveria de igual forma (pelo menos em tese) um incentivo aos administradores da empresa em manterem um valor elevado das ações, de forma a alinhar o interesse de ambos – agente e principal.

Allen e Gale (1999) elencam três mecanismos básicos para que ocorram mudanças no controle de uma empresa por meio do mercado de capitais: *proxy fights*, fusões e *takeovers*. *Proxy Fights* ou disputa por votos acontece quando um grupo de acionistas não controladores tentam convencer outros acionistas a darem a representação de seus votos com os mesmos objetivos e opiniões para ganhar maioria em assembleia, no intuito de alterar a administração e/ou as políticas da empresa. As fusões derivam do fato de duas ou mais empresas se unirem para gerar sinergia, criando valor para os acionistas em geral. Essa efetivação de fusões poderia ser em função de troca de ações ou pela venda direta delas por meio de ofertas amigáveis das partes. Finalmente, a prática de *takeover* ocorre quando existe conflito de interesses entre os proprietários da empresa compradora e os da empresa-alvo, em relação a preços justos, políticas que serão implementadas, dentre outros pontos. Esse mecanismo de aquisição hostil pode ser uma importante prática de governança corporativa uma vez que a

oferta de compra pode ser feita diretamente aos acionistas proprietários da empresa-alvo, independente de aprovação dos administradores.

Denis e McConnell (2003) não compartilham totalmente dessa ideia, ponderando que as aquisições hostis podem ser, na verdade, práticas para exacerbar os problemas de governança em uma empresa, haja vista existir possíveis interesses de administradores, em função de um *status*, em expandir os negócios de uma empresa por meio de aquisições, gastando recursos disponíveis que, de outra forma, retornariam aos acionistas.

### **3.5.1.3 Mercado Competitivo do Setor de Atuação**

O terceiro mecanismo externo de governança corporativa diz respeito ao mercado competitivo do setor de atuação. A forte competição pode forçar os administradores a alinhar uma melhor e mais eficiente gestão reduzindo parte dos conflitos de agência. Isso é justificado com Jensen (1993), uma vez que o autor sustenta o fato de que empresas que não competem eficientemente (seja pela produção e/ou fornecimento de produtos que os clientes desejam a um preço competitivo) não teriam sobrevivência duradoura. Em sendo verdade essa premissa, empresas com administração ineficiente poderiam ser alvos de aquisições e de fusões e à perda de emprego dos administradores. Além do mais, haveria um risco de perda de *status* dos administradores que foram coniventes com tal situação.

Jensen (1993) sugere atenção nesse mecanismo externo, uma vez que tal mecanismo age de forma lenta, motivo pelo qual pode ser tarde para a sobrevivência da empresa quando ele estiver atuando, exigindo mais atenção e eficiência dos outros mecanismos de governança corporativa.

### **3.5.2 Mecanismos internos**

Embora sejam citados vários mecanismos de governança corporativa na literatura, e a amplitude deles em relação aos autores é considerável, este tópico concentrar-se-á nos seguintes mecanismos internos de governança corporativa, dado seu consenso entre vários autores e estudos realizados: conselho de administração, políticas de remuneração, estrutura de propriedade e estrutura de financiamento.

### 3.5.2.1 Conselho de Administração

De acordo com Famá e Jensen (1983), o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas:

1. Iniciação: geração de propostas
2. Ratificação: escolha da decisão a ser implementada
3. Implementação: execução das decisões
4. Monitoramento: mensuração do desempenho e estabelecimento da recompensa

Segundo os autores, as etapas de Iniciação e Implementação envolvem decisões de controle e, portanto, competem ao Conselho de Administração, enquanto que as duas outras etapas (Ratificação e Monitoramento) abrangem decisões de cunho gerencial e são delegadas à diretoria executiva das empresas. Uma vez que existe separação entre propriedade e controle nas corporações, os responsáveis pelas decisões gerenciais não arcam com os efeitos totais das perdas de riqueza resultantes de suas decisões. Por esse motivo, as decisões de controle são alocadas aos agentes incorporados no Conselho de Administração, para executá-las de forma eficaz com o objetivo de garantir a sobrevivência da organização.

Silveira (2002) assinala que o conselho de administração tem uma função extremamente relevante na governança corporativa empresarial, chegando a ser o principal mecanismo interno para minimização dos custos de agência entre dois elos organizacionais: entre acionistas e gestores, e entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários.

Conforme Hermalin e Weishbach (2001) os conselhos de administração existem na prática empresarial antes mesmo de serem regulamentados. Além disso, os autores entendem que tais conselhos têm por objetivo tanto a solução de problemas contratuais (agência) da organização quanto o monitoramento mútuo entre os membros do conselho.

Hermalin e Weishbach (2001) identificam um vácuo entre estudos empíricos e teóricos acerca dos Conselhos de Administração. Enquanto existem abundâncias de estudos empíricos, os teóricos ainda são escassos, acarretando a ausência de uma teoria formal sobre o tema. Alguns estudos, segundo os autores, têm sido desenvolvidos no sentido de diminuir essa discrepância, ao responderem perguntas como:

- Como o tamanho ou composição do conselho se relacionam com o desempenho corporativo?
- Como as características do conselho afetam as ações empreendidas pelo conselho de administração?
- Quais fatores afetam a constituição do conselho e como estes fatores evoluem ao longo do tempo?

A composição dos conselhos de administração é formada por *insiders* e *outsiders*. Os primeiros são pessoas ligadas à corporação e, como consequência, podem sofrer influências dos executivos principais. Os segundos são pessoas externas à empresa, não ligadas a ela diretamente, motivo pelo qual são independentes e assumem um papel de monitoramento, podendo até mesmo ter como incentivo a construção de sua reputação como monitores especialistas. Além dessas assertivas, Hermalin e Weishbach (2001) defendem que o conselho deva ser independente e transparente para que possa ter controle efetivo sobre os executivos e garantir o objetivo dos acionistas.

Os estudos de Hermalin e Weishbach (2001) apontam para o fato de que a composição do conselho não é relacionada com o desempenho da empresa embora o seu tamanho seja negativamente relacionado. No entanto, ambos parecem estar ligados com a qualidade das decisões do conselho. Os autores ainda apresentam que a evolução dos conselhos dá-se de acordo com a relação de poder de barganha existente entre CEO (*Chief Executive Officer*) e os membros do conselho e o desempenho da empresa.

Famá e Jensen (1983) afirmam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio de altos executivos com o objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Se for verdade que a construção de uma reputação como monitores especialistas é importante para os conselheiros externos, também poderia ser o fato de não criar problemas com diretores executivos como forma de melhorar a mesma reputação.

Porém, Jensen (2001) pondera que dificilmente haveria eficiência de monitoramento de um conselho de administração com vários conselheiros internos, uma vez que a própria carreira desses executivos depende, em grande parte, do executivo principal. Nesse sentido, Jensen

(2001) defende que, no conselho de administração, o único conselheiro interno deveria ser o próprio executivo principal.

Entretanto, essa questão da composição do conselho, com membros internos ou externos, tem sido inconclusiva, quando comparada ao desempenho da empresa. Silveira (2002) cita vários autores, a saber, Bayesinger e Buttler (1985), Bhagat e Black (2000), Morck, Shleifer e Vishny (1988), Hermalin e Weishbach (2001), Bhagat e Black (1999), Yermack (1996), Barnhart e Rosenstein (1998) que desenvolveram estudos, com modelagens estatístico-matemáticas diferentes, com distintas amplitudes, e congruem no fato de que existem algumas evidências de relação entre composição do conselho e desempenho da empresa, embora tais evidências não conseguem responder de forma conclusiva se uma maioria de membros independentes constitui uma estrutura melhor para os conselhos de administração.

### **3.5.2.2 Políticas de Remuneração**

Okimura (2003) afirma que a pesquisa sobre remuneração de executivos sob a ótica da governança corporativa tem se focado em dois aspectos, principalmente: o nível de remuneração e a sua função atrelada ao desempenho da empresa.

Segundo Okimura (2003), o nível de remuneração no escopo dos mecanismos de governança corporativa parte da situação hipotética de que um administrador tende a menores riscos em relação à perda de emprego quanto maior for a remuneração proveniente do emprego. Por si só, isto já reduziria os conflitos entre acionistas e gestores. Além disso, se se atrelar a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa poder-se-ia alterar o foco contratual para um período *ex post*, situação em que os agentes teriam mais incentivos a maximizar a riqueza dos acionistas se agindo dessa maneira tivessem recompensas proporcionais.

A remuneração dos executivos é um ponto importante no contexto dos mecanismos internos de governança corporativa, principalmente porque tal remuneração vem se tornando mais estratégica, composta por salário fixo, determinado pelo cargo diretivo e seu mérito, e por uma remuneração variável, ao prover o reconhecimento dos executivos. Além desses sistemas de remuneração, há que se destacar a remuneração contingencial composta por *stock options* (aquela que vincula os ganhos dos executivos ao desempenho futuro da organização).

A abordagem de remuneração aos executivos é analisada também por Rappaport (1999). Segundo o autor, o objetivo de proporcionar um retorno total superior para o acionista pode ser mais bem cumprido quando: (1) houver recompensa para os executivos somente quando superarem a competição; (2) se determinar a real contribuição de cada unidade de negócio da empresa nos preços das ações e; (3) se envolver os gerentes da linha de frente e colaboradores na questão para aumentar o valor para o acionista.

Rappaport (1999) ainda acrescenta que *stock options* empregam a medida certa de desempenho para os executivos dado que seu valor é direcionado para o preço da ação, que é o maior componente do retorno total ao acionista. Mesmo assim, o autor assinala haver estudos que revelam que executivos não estão atingindo o nível de desempenho correto. Isso acontece porque a *stock option* é estruturada e o preço do exercício é estabelecido ao preço de mercado no dia em que as opções são garantidas e continua fixa no período todo, e porque o preço do exercício continua fixo e o prêmio pago pela opção não mantém nenhuma garantia de que o nível de desempenho será superior.

Rappaport (1999) alega que uma solução para esse problema seriam as opções indexadas haja vista não recompensarem baixas performances dos executivos pelo fato de o mercado estar subindo, e nem penalizar porque há desempenhos superiores em uma alta de mercado. As opções indexadas manteriam o executivo motivado não somente pelo mercado especulador, mas ainda em um mercado de vendas sustentável, pagando um desempenho superior em todos os mercados.

É importante frisar, todavia, que esse mecanismo de governança corporativa também tem nuances problemáticas. Gordon (2002) analisa o caso da Enron (uma das maiores falências ocorridas na ocasião) em que o uso de *stock options* acabou por exacerbar outros papéis que o executivo acabou desempenhando: o de fraudador e de especulador. O alinhamento de interesses entre executivos e acionistas e a diluição de propriedade da empresa acabam assumindo um papel secundário, uma vez que as opções podem tornar os executivos ricos repentinamente, dependendo do nível de valor da empresa. Isto porque executivos que detêm altos níveis de *stock options* possuem grandes incentivos para manter um valor alto das ações a qualquer custo, incluindo fraudes contábeis, aumento do risco da empresa e dos projetos que investe.

Goldberg e Idson (1995) assinalam que se espera que os salários e pagamentos de contingência sejam as categorias mais desejadas por meio das quais extraem ganhos de agência, desde que representem compensação monetária direta ao executivo. Dessa forma, o problema de agência poderia afetar a remuneração dos executivos de diferentes maneiras. Segundo os autores, o oportunismo dos gestores deve crescer na medida em que o controle de propriedade é pulverizado.

### **3.5.2.3 Estrutura de Propriedade**

A estrutura de propriedade refere-se à configuração da propriedade empresarial entre acionistas (majoritários e minoritários) e terceiros, ou seja, propriedade das empresas pela administração e por investidores externos à empresa.

Denis (2001) entende que acionistas com uma parcela superior a 5% das ações de uma empresa são considerados acionistas significantes e a ideia básica dessa significância reside no fato de esse acionista ter o incentivo e o poder de monitorar a administração empresarial.

A presença de grandes acionistas com alta parcela de participação na propriedade empresarial pode ser prejudicial para a corporação e para outras partes dela devido à possibilidade de os acionistas controladores terem interesses desalinhados com os interesses dos demais acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Para os autores, nos países com fraca proteção legal aos investidores minoritários, a propriedade tende a ser concentrada em grandes investidores, geralmente empresas familiares ou bancos. Nesse sentido, enquanto a estrutura de governança controla os gestores, deixa os potenciais investidores minoritários desprotegidos e sem incentivo para investir.

Stulz (2000) sugere que a concentração substancial de direito sobre o fluxo de caixa permite o isolamento da empresa frente a *takeovers* além da condução de interesses próprios dentro da empresa como a nomeação e destituição da administração. Okimura (2003) entende que a expropriação do fluxo de caixa da empresa pelos acionistas controladores pode se dar em algumas ações, a saber: pagamento de salários excessivos a si próprios; autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si próprios ou familiares; pagar ou receber preços inflacionados ou deflacionados por empresas pertencentes a eles mesmos;

transferência de ações com desconto ou a prática de *insider trading*; utilizar os ativos da empresa como garantias de transações pessoais; tomar empréstimos de fundos da empresa com vantagens comerciais. Denis e McConnell (2003) enfatizam que a concentração de propriedade é uma racional e valorável resposta ao sistema que não protege os investidores minoritários.

Entretanto, além das desvantagens da alta concentração de propriedade, há que se fazer menção para possíveis benefícios. Shleifer e Vishny (1986) entendem que a presença de grandes acionistas pode mitigar problemas de *free-rider* de monitoramento da administração e reduzir os custos de agência, dado que acionistas com grande concentração poderiam ser incentivados a arcar com custos de monitoramentos que proporcionassem maiores ganhos do que os custos associados de sua execução ou aplicação. Além disso, La Porta et al (1999) e Bebchuk (1999) afirmam que a existência de grandes acionistas é uma tentativa de se minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores. Esses autores entendem que a existência de um acionista controlador seria uma forma de equilibrar os interesses permitindo uma sinalização de comprometimento a investidores externos. Isto é, se os controladores expropriam o fluxo de caixa da empresa, os investidores externos irão apreçar as ações com um prêmio de desconto e, conseqüentemente, os acionistas controladores terão suas ações com valor destruído.

#### **3.5.2.4 Estrutura de Financiamento**

A estrutura de financiamento de uma empresa, mormente no que se refere ao processo de tomada de dívidas, é um importante mecanismo para disciplinar os administradores em não expropriar o capital dos acionistas (HART, 1996). O fato de existir dívidas leva a empresa à necessidade de quitação. Tal necessidade poderia ser considerada como um mecanismo de governança no sentido de prover comprometimento da administração em manter um nível de desempenho, pelo menos para honrar as obrigações existentes com os credores.

Um ponto nessa discussão é importante. A administração tem poder em relação à decisão de retornar o fluxo de dividendos ou juros sobre o capital para os acionistas. No entanto, no que concerne à amortização das dívidas, esta decisão não é passível de escolha, uma vez que o pagamento do fluxo de obrigações em prazos específicos para os credores é compulsório. Não

havendo a realização das amortizações, os credores estão munidos de garantias, meios e instrumentos para sua execução.

Okimura (2003) acrescenta ainda outro argumento. A dívida, pelo menos em certo nível, desmotivaria os administradores a reinvestir os ganhos em projetos não geradores de valor por meio da redução do fluxo de caixa disponível para a empresa, que poderia ser usado de forma alternativa expropriando a riqueza dos acionistas.

### **3.6 Governança Corporativa no Brasil**

La Porta et al (1998) colocam o Brasil numa posição de pouca proteção aos investidores externos em relação à expropriação pelos acionistas controladores, no que concerne ao arcabouço jurídico-legal. O estudo dos autores contemplou uma amostra com 49 países e, dentre estes, o Brasil situa-se abaixo da média internacional relacionada à eficiência da legislação e de sua execução pelo poder judiciário para a proteção dos direitos dos investidores externos à firma. É possível asseverar que essa imperfeição de mercado gera conflitos de agência maiores e, como consequência, fontes mais caras de captação de recursos e importância maior de governança individual. Então, as empresas de controle privado nacional, com pior governança e maiores custos de agência esperados, além de maiores custos de capitais de terceiros apresentam também maiores custos relativos para aquelas formas em que o investidor fica mais sujeito à expropriação.

Não obstante, conforme Srour (2002), mesmo com a percepção de que uma melhor proteção aos acionistas minoritários facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos das empresas, países como o Brasil se viram em dificuldades, tanto políticas quanto institucionais, de promover mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários. Desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que passaram a ter interesses distintos por não terem iguais direitos nem iguais obrigações. O autor afirma, ainda, que a legislação societária brasileira já foi utilizada como instrumento institucional de política econômica em 1997 quando, em vista da implementação de processos de privatização em setores estratégicos, a Lei 9.457 (conhecida como Lei Kandir) suprimiu direito de recesso dos acionistas minoritários nos casos de cisão, fusão e incorporação, além de suprimir a

necessidade de oferta pública em caso de alienação de controle. Somente com a criação da Instrução 299 da CVM é que puderam ser desfeitas algumas regras prejudiciais vinculadas à Lei Kandir.

É possível afirmar, então, que em face dessas frequentes alterações legais e pela falta de um aparato legal regulatório das ações empresariais frente aos seus investidores externos, seria interessante que as firmas buscassem por si mecanismos próprios ou privados de comprometimento com esses acionistas. Como resultado da adoção desses mecanismos, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) publicou, em 1999, o primeiro código sobre governança corporativa.

Especificamente no caso brasileiro, tanto a CVM quanto o Banco Central do Brasil atuam fortemente na orientação sobre as boas práticas de governança corporativa. Além desses dois órgãos, a BM&FBOVESPA juntamente com o IBGC buscam divulgar sobre as boas práticas de governança e destacar as empresas que adotam tais práticas.

Resultado disso foi a criação, em 2000, dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), divididos em três categorias: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

No entanto, talvez o primeiro grande marco legal para o início da governança corporativa no Brasil seja a lei 6.404/76 que posteriormente foi alterada pela lei 10.303/01. Esta, por seu turno, teve seus objetivos reforçados pela lei 10.638/07, além de promover um progresso rumo à harmonização das normas contábeis internacionais.

### **3.6.1 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil**

O grande impulso da governança corporativa no Brasil deu-se no início da década de 2000, quando, segundo Ribeiro, Nardi e Nakao (2003), a entrada de investidores estrangeiros no mercado de capitais nacional acarretou reestruturações societárias em empresas de capital aberto, assim como modificações em suas estruturas de propriedade e gestão. Nesse cenário que a governança corporativa surgiu no país.

Com Carvalho (2002) pode-se dizer que os níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil foram inspirados no modelo alemão de *Neuer Market*. A intenção desses níveis, segundo o autor, é potencializar o mercado acionário brasileiro deixando às empresas interessadas em abrir capital a opção de aderir a algum mercado de governança corporativa ou ao modelo tradicional. Ribeiro Neto e Famá (2001) destacam que isso traria maior liquidez ao mercado devido ao ambiente de maior transparência.

Esses níveis diferenciados ou especiais de listagem do mercado de ações foram criados pela BM&FBOVESPA no momento em que a bolsa percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e novas empresas, era preciso ter segmentos de listagem com rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações legais para com a Lei das Sociedades por Ações, dado que melhoram a avaliação das empresas que decidem aderir a esses níveis. Além do mais, regras mais rígidas para as empresas reduzem o risco dos investidores, graças aos direitos e garantias assegurados aos acionistas e às informações mais completas divulgadas. Estas, por sua vez, reduzem as assimetrias de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os próprios participantes do mercado (BM&FBOVESPA, 2011).

O quadro 3.2 sintetiza a caracterização de cada nível diferenciado de listagem das empresas no mercado, comparando com o segmento tradicional, ou seja, aquele cujas regras vinculam-se tão somente à legislação societária. Pela análise do Quadro é possível constatar que somente seriam aceitas no Novo Mercado as empresas que apresentassem uma melhor transparência nos seus relatórios e melhor proteção aos acionistas minoritários.

Com Carvalho (2002) pode-se assumir que, por meio de um contrato privado voluntário, as empresas aderem a regras que exigem a adoção de práticas corporativas superiores, fazendo com que, de fato, os níveis diferenciados de governança corporativa funcionem como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bolsa de Valores administra tais contratos. Carvalhal da Silva (2002, p. 22), a respeito do Novo Mercado, enfatiza que sua criação é “uma medida salutar com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos administradores e controladores das companhias”.

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Mercado Tradicional
<b>Características das ações emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme a legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme a legislação)
<b>% Mínimo de Ações em Circulação</b>	Nó mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
<b>Vedação a disposições estatutárias</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e “cláusulas pétreas”		Não há regra	
<b>Composição do conselho de administração</b>	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até dois anos		Mínimo de três membros, conforme legislação	
<b>Vedação à acumulação de cargos</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de três anos a partir da adesão)			Não há regras
<b>Obrigações do conselho de administração</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regras	
<b>Demonstrações Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês			Conforme Legislação
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório			Facultativo
<b>Divulgação adicional de informações</b>	Política de negociação de valores mobiliários e códigos de conduta			Não há regra
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	

### Quadro 3.2 – Comparativo dos segmentos de listagem

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2011)

Essencialmente, o Nível 1 estabelece a obrigatoriedade de apresentação do fluxo de caixa nas demonstrações contábeis e a periodicidade trimestral na publicação das demonstrações. Além disso, este nível estabelece a dispersão acionária, quanto à oferta pública de ações. Já o Nível 2 diferencia-se pela inclusão das demonstrações contábeis nos padrões internacionais, com atribuições específicas aos conselhos de administração e fiscal, ações preferenciais com direito a voto e a adesão à câmara de arbitragem. Em relação ao Novo Mercado, este

estabelece a composição do capital social por meio unicamente de ações ordinárias, além do atendimento das demais prerrogativas dos outros níveis de governança. No que se refere à distribuição de informações, pode-se observar que os três níveis relacionam quais informações são disponibilizadas, os prazos e os responsáveis pela divulgação, atendendo às necessidades de informações dos acionistas.

Desde a criação desses níveis diferenciados de práticas de governança corporativa, bem como da criação e início de cálculo do Índice de Governança Corporativa – IGC – afloraram-se as pesquisas empíricas que objetivaram analisar o desempenho das empresas inseridas nesse índice (e, portanto, nos níveis diferenciados) em comparação com as empresas listadas no segmento tradicional. Essas comparações procuram compreender se as empresas com melhores práticas de governança corporativa, em detrimento daquelas que adotavam práticas de governança inferiores, apresentam maior retorno e valor, maior liquidez, menor custo de captação de recursos e menor risco.

Vale ressaltar, porém, que essas premissas dos níveis diferenciados de governança corporativa não são inéditas, e podem ser vinculadas ao conceito de convergência funcional de Coffee (1999). A convergência funcional, segundo Coffee (1999) é idealizada pela possibilidade de firmas sediadas em países com fraco aparato societário se listarem em bolsas de regiões com regras mais rígidas de governança corporativa. É o caso das empresas estrangeiras que podem listar suas ações em bolsas americanas por meio das *American Depositary Receipts* (ADR's).

### **3.6.2 O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**

Martin, Santos e Dias Filho (2004) afirmam que o exercício dos poderes de governança dentro de uma empresa depende em alto grau da implantação de um sistema de identificação, avaliação e controle dos riscos que cercam a gestão dos recursos nela investidos. Assim, a governança deveria cercar a administração dos recursos empresariais com um sistema de controle e gestão. Nesse sentido, é possível observar que a prática de governança corporativa tem se fortalecido sobremaneira com a criação de códigos nacionais e com a criação de instituições civis para a difusão da governança.

Borges e Serrão (2005) elencam algumas mudanças pelas quais o Brasil tem passado nos últimos anos, que culminaram com a criação do IBGC e do primeiro código de governança brasileiro:

- Década de 1950 e 1960: predominância do controle familiar nas empresas brasileiras;
- Meados da década de 1970: surgimento dos primeiros conselhos de administração, antes mesmo de exigências legais;
- Década de 1980: aparecimento e crescimento dos fundos de pensão, fundos de investimento, maior prestígio da BOVESPA e Bolsa do Rio de Janeiro, fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Conselho de Administração de Defesa Econômica (CADE);
- Década de 1990: abertura comercial e estabilidade monetária brasileira, além de processos de privatização que geraram mudanças estruturais significativas.
- Final da Década de 1990: criação do primeiro código de governança corporativa brasileiro pelo IBGC, com o objetivo de fornecer fundamentos para a efetiva aplicação de boas práticas de governança.

Inicialmente, o código trazia informações sobre o conselho de administração e sua conduta esperada. Na edição de 2001, passou a incluir recomendações para os demais agentes de governança corporativa (sócios, gestores, auditorias e conselho fiscal). O documento foi novamente revisado em 2004 com a atualização de seu conteúdo voltada para as demandas do mercado à época no país. Atualmente, em sua última versão (4ª Edição, realizada em 2009), o código contempla seis grandes blocos de orientações: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses.

O IBGC (2009), em seu código de governança, calca os princípios de governança corporativa em quatro linhas mestras: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

No que se refere à transparência é ressaltado o desejo de informar mais do que a obrigação de informar, já que a transparência resulta em maior nível de confiabilidade, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Além dos fatores econômico-financeiros, devem contemplar os demais fatores que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor. Quanto à equidade, ela é caracterizada pelo tratamento justo de todos os sócios e

demais partes interessadas, sendo totalmente inaceitáveis quaisquer atitudes ou políticas discriminatórias. No quesito prestação de contas (*accountability*), o código de governança apregoa que os agentes envolvidos com a prática de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões. Finalmente, no que tange à responsabilidade corporativa, os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2009).

### 3.7 Governança Corporativa na Alemanha

O sistema de governança corporativa na Alemanha sempre esteve calcado basicamente em três características distintas. Carlsson (2001) resume tais características em:

- O modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como objetivo primordial para o qual devem convergir as decisões empresariais, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Esse equilíbrio é fruto do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo Estado. Soma-se a isso a necessidade de consenso e colaboração derivados da reunificação da Alemanha, e dos acontecimentos traumáticos ocorridos no século XX (guerras, reformas monetárias, hiperinflação).
- O papel limitado do mercado de capitais no financiamento de capitais de risco. O subdesenvolvimento do mercado de ações pode ser expresso pela baixa capitalização da bolsa alemã em comparação com as bolsas londrina e nova-iorquina. O desenvolvimento do mercado de crédito mais que proporcional ao mercado de ações remonta ao século XIX, quando os bancos passaram a fornecer capital de risco e a exercer funções de proprietários das empresas.
- Gestão coletiva das empresas. O conselho de administração indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. As decisões do presidente são conjugadas com outros membros do conselho, fazendo com que ele não seja o principal agente tomador de decisão.

É importante ressaltar, todavia, que a globalização e consequentes mecanismos de mercados forçaram a Alemanha, no que tange às suas empresas, a adotarem padrões internacionais de governança corporativa. O acesso das empresas alemãs às bolsas de New York e London fez

com que as empresas adotassem regras mais rígidas de transparência e divulgação de informações. Somando-se a isso a criação do *Neuer Markt*, e posterior reformulação para o Prime Standard, pode-se asseverar que várias empresas têm se estruturado dentro de padrões internacionais de governança corporativa. Essas características, bem como as peculiaridades da governança corporativa na Alemanha, serão discutidas neste tópico.

### **3.7.1 Características e Reformas da Governança Corporativa Alemã**

Um sistema financeiro somente poderá exercer sua função de canalizar fundos dos poupadores para as empresas se oferecer garantias suficientes para os provedores de fundos. Na medida em que esta garantia não é prevista nos contratos por si só, potenciais financiadores vão querer acompanhar e influenciar as decisões gerenciais. É por isso que a governança corporativa é um mecanismo essencial de qualquer sistema financeiro.

Conforme Schmidt (2003), seria quase óbvio dizer que os fornecedores de capital têm um genuíno interesse no funcionamento da governança corporativa. Porém, há que se considerar que a governança corporativa abrange mais do que a proteção aos investidores. As mesmas considerações aplicam-se aos outros atores que investem seus recursos em uma empresa e sua expectativa de receber um retorno adequado sobre seu investimento também depende de decisões ao nível da firma. Credores, especialmente credores de longo prazo, são também um desses grupos de interessados e que, igualmente, podem desempenhar um papel na governança corporativa. Empregados, especialmente aqueles com altos níveis de habilidade e conhecimento específico da firma, são outros possíveis interessados.

Schmidt (2003) acrescenta que o sistema de governança corporativa alemão é diferente em relação ao tipo de governança anglo-saxão, porque prevê a possibilidade e, até mesmo, a necessidade, de integrar os credores e empregados na gestão de grandes corporações. O sistema de governança corporativa alemão é geralmente considerado como o exemplo padrão de um sistema de informação privilegiada, controlada e orientada para as partes interessadas.

A governança corporativa alemã foi, e possivelmente ainda o é, um sistema, no sentido de uma configuração consistente de elementos complementares. Foi e é um sistema de controle de informação privilegiada com uma orientação clara para os interessados e/ou envolvidos

com a firma. A governança era, e talvez ainda o seja, exercida por uma coalizão de grupos de *stakeholders* ativos que, em certa medida, parece ter funcionado bem em virtude de características como a propriedade cruzada e concentração de acionistas, além das múltiplas relações entre as partes interessadas e as empresas (SCHMIDT, 2003).

No entanto, existem muitas razões para se considerar tais características como altamente ambivalentes. Conforme Balz (1999), a Alemanha possui um sistema de bancos universais que atuam tanto em transações comerciais quanto em transações de investimentos. Os bancos exercem considerável influência e amplos direitos de informação decorrentes de suas negociações de crédito e subscrição. Especialmente no caso de direitos múltiplos contra uma empresa (direitos de credor e de investidor), os bancos podem colher efeitos sinérgicos de assento no conselho fiscal. Dados de 1995 mostram que os representantes dos bancos detinham apenas 99 lugares de 1561 lugares no conselho fiscal das 100 maiores empresas alemãs (6% de todos os lugares e 12% dos lugares disponíveis aos representantes dos acionistas). Observa-se ser um valor surpreendentemente baixo e a impressão geral é que os bancos estão se tornando relutantes em segurar assentos no conselho fiscal, talvez devido à ação de danos desagradáveis interposto por um representante do *Deutsche Bank* na notória crise do *Metallgesellschaft*.

Não é de se estranhar quando Balz (1999) afirma que o direito societário alemão é tradicionalmente caracterizado por uma preocupação maior de proteger os credores mais do que acionistas e investidores. Um sistema muito elaborado de regras exige que o capital esteja totalmente integralizado pelos fundadores, que o capital existente (para o qual os montantes mínimos são estatutários) esteja protegido contra a retirada ou pagamentos de lucros fictícios ou reduzido pela recompra de ações próprias da empresa. A maioria dos empréstimos de acionistas são empréstimos subordinados e tratados como patrimônio construtivo.

Segundo Schmidt (2003), a última década testemunhou várias reformas importantes na governança corporativa da Alemanha, como tal, ou elementos dela. Vistas isoladamente, estas reformas têm percorrido um longo caminho, sem pôr em causa a estrutura fundamental da governança corporativa alemã. Algumas reformas até mesmo ajudaram a melhorar o sistema tradicional. Esta avaliação é confirmada quando se analisa a evolução recente por meio de um contexto sistêmico: a estrutura fundamental, ou seja, o conjunto de incentivos, de restrições e oportunidades para as diversas partes interessadas para garantir seus interesses, pelo controle

e monitoramento e da maneira que eles se complementam em si, parece estar intacta. A transição para um mais moderno sistema de controle de capital estrangeiro baseado no mercado ainda não está à vista. Ao contrário de outros tantos observadores, observa-se que as mudanças para um mercado de capitais mais moderno ainda está longe de ser uma realidade.

Odenius (2008) considera que as reformas da governança corporativa alemã foram postas em movimento no início dos anos 1990. Em termos gerais, tais reformas tiveram dois objetivos preponderantes: melhoria do funcionamento do sistema tradicional de governança corporativa e promoção do desenvolvimento do mercado de capitais. Essas reformas incluem a proibição de *insider trading* (1994), a criação do Escritório Federal de Supervisão dos Valores Mobiliários (1995), a divulgação obrigatória de participação que resulta em substancial direito de votos (1995), o *Antitrust Act* de 1998, e a utilização das IFRS's ou US GAAP.

Odenius (2008) ainda entende que, em paralelo a estas, outras reformas foram realizadas no sentido de melhorar o funcionamento da estrutura de governança corporativa existente, entre elas a Lei de 1998 para reforçar o Controle e a Transparência (*KonTraG*). O objetivo dessa lei era de melhorar o controle do conselho de supervisão sobre o conselho de administração.

Em 1998, conforme Balz (1999), a Alemanha assistiu ao que os políticos chamaram de Reforma da Governança Corporativa, motivada pelos seguintes principais motivos:

- O aumento do acesso de empresas alemãs para os mercados de capitais internacionais, como por exemplo, o caso da Daimler ou SAP na NYSE;
- O volume crescente de investimentos estrangeiros de cunho financeiro e estratégico em empresas alemãs;
- A maior mobilidade no comportamento dos investidores institucionais;
- O recente *boom* de ações e o surgimento de novas camadas de investidores privados;
- Um aumento de jovens e pequenas empresas;
- A diminuição da participação bancária em empreendimentos produtivos e de concentração dos bancos em seu negócio foco;
- O espetacular fracasso do conselho do *Metallgesellschaft* de reconhecer e compreender perdas quase fatais devido a operações especulativas de contratos futuros de petróleo.

Segundo Balz (1999) as principais preocupações foram relacionadas a: a) reforçar o funcionamento eficaz do conselho fiscal; b) reafirmar a responsabilidade dos gestores para com o conselho fiscal; c) reforçar o controle externo pelos auditores independentes; d) dar foco na transparência crescente das estruturas de poder corporativo e o desempenho de corporações; e) redução e divulgação do poder exercido pelos bancos; e f) orientar a gestão para o valor do acionista.

Entre as medidas mais importantes citadas por Balz (1999) estão:

- O dever dos executivos de instalar sistemas de gestão de risco em empresas viáveis;
- O dever de gerenciamento para reportar periodicamente o conselho fiscal acerca da política de negócios futuros e financeiros;
- A redução de vários assentos no conselho fiscal para um máximo de 10 para cada membro;
- O dever dos candidatos ao conselho fiscal de divulgar outras atividades profissionais e possíveis conflitos de interesse;
- O aumento do número mínimo de sessões anuais de dois a quatro para empresas listadas, e a divulgação do número de sessões e a criação de comissões para a reunião anual de acionistas;
- Reforçar a independência dos auditores, sendo nomeados pelo conselho fiscal e não pela administração;
- Divulgação de assentos no conselho e participação acionária na empresa para acionistas que sejam representados por procuração bancária em assembleias de acionistas;
- Abolição das ações com direito a voto múltiplo e da possibilidade de fixação de limites máximos para o número de votos para qualquer acionista;
- A obrigação para as empresas listadas a divulgar em anexo às suas demonstrações financeiras anuais as participações de mais de 5% em outras grandes corporações;
- Facilitar a recompra de ações da própria empresa;

Embora as reformas estejam sendo feitas, Odenius (2008) assevera que a Alemanha deve considerar aumentar ainda mais a flexibilidade do sistema e ampliar as possibilidades de tomada de decisão, principalmente em três grandes áreas:

- Os mecanismos de controle interno ganhariam eficácia a partir da introdução mais ampla de flexibilidade. A estrutura de dois níveis, seu conselho de supervisão e representação do trabalho continuam a ser um grande tema de controvérsia política e acadêmica continuada. Ao mesmo tempo, as primeiras experiências com a introdução da *Societas Europea* mostram que as empresas públicas são “voto por seus pés”, usando o estatuto da *Societas Europea* para tornar suas estruturas de governança corporativa mais flexível.
- O problema de *self-dealing* continua sendo um desafio importante para a eficácia do controle interno, agravado pela alta concentração de propriedade. O problema entre principal e agente, sob propriedade concentrada, é fundamentalmente diferente do que sob capital disperso. No caso de empresas com concentração de capital, os acionistas majoritários podem influenciar o sistema de gestão. Melhorar o controle exige ampliar a participação dos acionistas na revisão e aprovação das operações de *self-dealing*. Como primeiro passo, o relatório anual que detalha as operações de *cross-dealing*, atualmente colocados à disposição do conselho de supervisão, deve ser disponibilizado a todos os acionistas. Isso permitiria aos acionistas proteger melhor seus interesses, intensificando a pressão para reduzir o problema de *self-dealing*.
- O controle externo também precisa ser melhorado. O mercado de controle corporativo continua a ser travado por barreiras legais, incluindo mecanismos que permitam à gestão tomar medidas que afastem ofertas públicas de aquisição involuntária.

Baums e Scott (2005) consideram que as mudanças pelas quais o sistema de governança corporativa da Alemanha deve passar incluem ações em três grandes dimensões: melhorar as regras jurídicas, melhorar os conselhos alemães, melhorar ações em relação ao mercado de controle corporativo.

Em relação às regras jurídicas alemãs, Baums e Scott (2005) entendem que o direito alemão regulamenta inadequadamente as transações entre acionistas controladores, diretores, suas partes relacionadas, e da corporação. O principal problema é a falta de informações suficientes sobre tais operações. Como uma primeira etapa, os relatórios de companhias insolventes em transações entre empresas coligadas e pessoas devem ser divulgados publicamente. A legislação alemã deve ser reformulada a fim de facilitar ações para fazer cumprir as obrigações de informações que os diretores e empresas devem aos acionistas.

Além disso, conforme Baums e Scott (2005), no que se refere à performance gerencial ruim, a sanção mais importante para o mau desempenho é não ser readmitido ou reeleito para um cargo ou, ainda, de ser prematuramente afastado do cargo. Ademais, o conselho fiscal poderia (e de acordo com as decisões dos tribunais, deve) processar o diretor, em caso de comportamento culposos.

No que tange aos conselhos alemães, Baums e Scott (2005) defendem que as empresas alemãs devem ser autorizadas a escolher entre usar um sistema de dois níveis ou um sistema de um só nível, que é o modelo estabelecido no regulamento para as empresas europeias. O mercado seria capaz de decidir sobre os pontos fortes e fracos das duas estruturas de gestão. Independentemente disso, os conselhos de supervisão da Alemanha são muito grandes para realizar suas funções e deveria ser reduzido em tamanho. Além disso, deve ser reavaliado o sistema de representação dos trabalhadores nos conselhos.

Finalmente, em relação ao mercado de controle corporativo, Baums e Scott (2005) afirmam que o mercado de controle corporativo é potencialmente o mais poderoso mecanismo para alcançar a boa governança corporativa, tanto em termos de desempenho da empresa quanto para o controle gerencial dos rendimentos. Da mesma forma, é potencialmente o mais ameaçador para um desempenho insatisfatório ou autoenriquecimento da gestão empresarial. Levando a sério a proteção de acionistas, nos Estados Unidos quanto na Alemanha, significaria limitar o esforço defensivo dos diretores de persuadir os acionistas a não vender ou ceder a solicitações de propostas concorrentes.

Balz (1999) também considera o mercado de controle corporativo como um dos mais eficientes incentivos para a gestão de desempenho e para aumentar o valor para os acionistas. As aquisições hostis não estão tão distantes na prática, uma séria ameaça para executivos na Alemanha. Obviamente, a existência de cogestão e o conservadorismo tradicional de grandes investidores institucionais, como bancos e companhias de seguros, tiveram um papel crucial na tomada de aquisições hostis difícil de alcançar e incerta em suas perspectivas. Grandes fusões nos últimos tempos foram organizadas pelos executivos com a ajuda de grandes investidores institucionais e, somente no final, submetidas aos acionistas para aprovação.

Apesar das mudanças concretas ocorridas no sistema de governança corporativa da Alemanha, Odenius (2008) afirma que a propriedade concentrada e o controle privilegiado

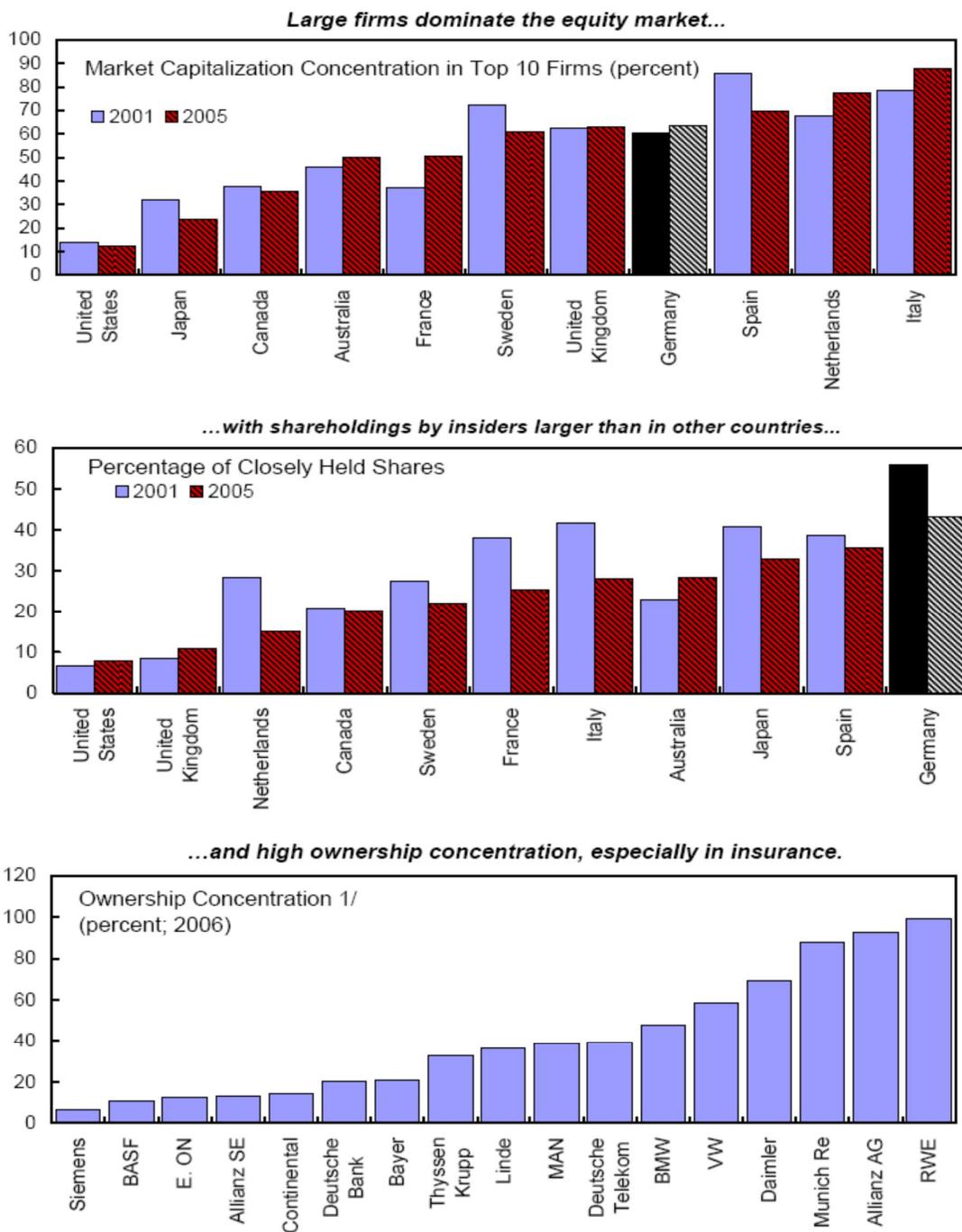
permanecem características proeminentes do sistema de governança corporativa alemão, não obstante as reformas de longo alcance nos últimos anos. Além dos gestores, os *insiders* incluem grandes acionistas, credores e trabalhadores. A importância de grandes acionistas é derivada do elevado grau de concentração da propriedade, apesar do substancial desenrolar de participações cruzadas catalisadas por mudanças na tributação dos ganhos de capital em 2002.

As estruturas de propriedade são complexas e trabalham em direção oposta à transparência no controle corporativo. A propriedade piramidal continua a prevalecer, permitindo que um acionista dominante possa exercer o controle de uma empresa por meio da propriedade de outro (ODENIUS, 2008).

Dados da figura 3.1 apresentam o percentual de grandes empresas dominando o mercado de capitais, de forma comparativa entre os anos 2001 e 2005. Além disso, apresenta a participação de *insiders* entre os países, e a alta concentração de propriedade, principalmente em se tratando de seguros.

A alta participação dos credores é um reflexo da contínua confiança no financiamento bancário em detrimento do mercado de capitais. Por seu turno, a representação do trabalho é exigida por lei e é mais nítida do que na maioria dos outros países europeus.

Essas características específicas acrescem dificuldades em alcançar os objetivos da governança corporativa. A divergência de objetivos entre executivos e acionistas é um fenômeno bem acentuado na literatura. Enfrentar esse conflito de interesse é a tarefa central de qualquer sistema eficiente de governança corporativa.



**Figura 3.1 – Características do Mercado de Capitais**

Fonte: Odenius (2008) citando uma pesquisa do World Bank Financial Sector Development Indicators; Hoppenstedt; and IMF staff calculations.

A alta concentração de propriedade e o controle gerencial dos *insiders* aumentam o risco de desvio de comportamentos dos executivos em relação aos acionistas, principalmente os

minoritários. A resolução adequada dos conflitos de interesse é primordial para as perspectivas econômicas de longo prazo na Alemanha.

### **3.7.2 O Código Alemão de Governança Corporativa**

De acordo com a Deutsch-Börse (2010), o Código de Governança Corporativa alemão foi aprovado em 2002. Há que se destacar que esse Código alemão possui base jurídica, haja vista ter sido aprovado e publicado por meio de Declaração de Conformidade nos termos do Artigo 161 da *Stock Corporation Act* (AktG), e alterada pela Lei de Transparência e Divulgação. A versão mais recente do Código teve sua revisão em maio de 2010, e tem como objetivo fazer com que as regras de Governança Corporativa da Alemanha sejam transparentes tanto para os investidores nacionais quanto para os internacionais, de forma a reforçar a confiança na gestão das empresas alemãs. O Código abarca todas as críticas mais contundentes – especialmente as proferidas pela comunidade internacional – levantadas contra a Governança Corporativa alemã, nomeadamente:

- Foco inadequado sobre os interesses dos acionistas
- O sistema de dois níveis de diretoria e conselho fiscal
- Falta de transparência da governança corporativa alemã
- Falta de independência dos órgãos de fiscalização alemã
- Independência limitada dos auditores para as demonstrações financeiras

Cada um desses cinco pontos é o destinatário das disposições e determinações do Código, tendo igualmente em consideração o enquadramento jurídico. Embora o Código não consiga cobrir cada detalhe das questões enumeradas, é relevante frisar que ele fornece uma estrutura que as empresas terão que preencher. Além do mais, existe a Comissão de Governo sobre o Código de Governança Corporativa da Alemanha que tem caráter permanente, com a função definida de observar o desenvolvimento da governança corporativa na legislação e na prática e procederá a revisão do código pelo menos uma vez ao ano, no sentido de se fazer as devidas adaptações (DEUTSCH-BÖERSE, 2011).

A finalidade do Código alemão, conforme apresentado pela Deutsch-Börse (2010), é promover a confiança dos investidores nacionais e internacionais, além de clientes, funcionários e o público em geral, na supervisão das sociedades anônimas alemãs. O Código

esclarece a obrigação do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal para garantir a continuidade da empresa e sua criação sustentável de valor, em conformidade com os princípios da economia de mercado social. Um sistema de placa dupla é prescrito por lei para as sociedades anônimas alemãs:

- Conselho de Administração: responsável pela gestão da empresa. Seus membros, por sua vez, são corresponsáveis nessa gestão.
- Conselho Fiscal: supervisiona e aconselha os membros do Conselho de Administração e está diretamente envolvido nas decisões de importância fundamental para a empresa.

Os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos acionistas em Assembleia Geral. Nas empresas com mais de 500 ou 2.000 funcionários na Alemanha, estes também estão representados no Conselho Fiscal. Para empresas com mais de 2.000 funcionários, o presidente do Conselho fiscal que, para todos os efeitos práticos, é um representante dos acionistas, tem o voto de minerva em caso de resoluções de divisão. Os representantes eleitos pelos acionistas e os representantes dos trabalhadores estão igualmente obrigados a agir no melhor interesse da empresa (DEUTSCH-BÖERSE, 2010).

As normas contábeis das empresas alemãs são orientadas sobre o princípio de **“verdadeira e fiel”**, e representam um retrato justo das condições reais das situações dos ativos, das finanças e lucros da empresa (DEUTSCH-BÖERSE, 2010).

No entanto, um ponto interessante do código alemão de governança é a utilização da palavra **“deve”** – que está marcada no texto do código – quando são tratadas as recomendações. As empresas podem até mesmo se desviar deles, na condição de que, anualmente, esses desvios sejam divulgados. Nesse sentido, o código contribui para uma maior flexibilidade a autorregulação na constituição das empresas alemãs. Algumas sugestões também são trazidas no texto do código de governança alemão, e são grafadas com as expressões **“deveria”** ou **“pode”**. Um desvio dessas sugestões não obriga as empresas a apresentarem as justificativas ao público em geral. Além das recomendações e sugestões, o código apresenta as obrigações legais constitucionais que as empresas estão obrigadas a cumprir (DEUTSCH-BÖERSE, 2010).

### 3.7.3 Do *Neuer Markt* para o *Prime Standard*

Conforme Lanchner (1997), o *Neuer Markt* foi criado pela *Deutsche Börse*, administradora da Bolsa de Frankfurt. O objetivo desse segmento de mercado alemão pautava-se na ajuda de abertura de capital para pequenas empresas, além de estímulo em investimentos de *venture capital*. German (1997) aponta para o fato de que o *Neuer Markt* começou como um mercado alternativo para pequenas empresas e com uma baixa volatilidade se comparado ao segmento tradicional alemão.

Esse mercado de provisão de capital para pequenas empresas – especialmente em setores de rápido crescimento – foi motivado pelo modelo americano de combinar ideias com captação de recursos de forma rápida, para oferecer a possibilidade de financiar novos negócios (EUROPE's, 1997).

Segundo Emde (1998), o mercado de capitais alemão sofreu grandes mudanças, principalmente no ano 1997, uma vez que a lei alemã promoveu alterações relacionadas a investimentos, adequação do capital, derivativos e administração do risco. As empresas de investimento passaram a ter maiores responsabilidades. Soma-se a isso a necessidade de as empresas adequarem-se ao lançamento de uma moeda única (Euro), que fez com que a regulação do mercado de capitais sofresse melhoras visíveis. O *Neuer Markt* está inserido nessa gama de melhorias.

Conforme Neuer (1998), duas linhas parecem ter sido colocadas para a criação do *Neuer Markt*. A primeira delas como uma resposta alemã à bolsa de Nasdaq já que as empresas pareciam ser avaliadas inicialmente com base em suas vendas e não em sua capitalização de mercado. A segunda, uma motivação para participar desse mercado era o fato de as empresas levantarem capital para financiamento do seu crescimento, além de utilizar esse segmento como uma forma de retirada dos acionistas fundadores da estrutura de capital.

As atividades do *Neuer Markt* tiveram início em 10 de março de 1997, *a priori* especializando-se em empresas de *software*, biotecnologia e microeletrônica. Entre as exigências e regulamentações, citam-se as relacionadas à liquidez mínima, transparência, preocupação com o valor para o acionista e relacionamento com os investidores. Para ilustrar, dentre as regras estabelecidas, uma delas trata do impedimento de os investidores originais de

vender suas ações antes de completar seis meses que a empresa fora listada (EUROPE's, 1997; LANCHNER, 1997; EMDE, 1998).

Alguns dados podem fundamentar a importância do *Neuer Markt* no início de suas atividades. A valorização das 16 empresas listadas nesse segmento atingiu 100% ou mais ao final do primeiro ano. De 1997 a 2000, mais de 200 empresas abriram seu capital, número que corresponde a aproximadamente 1/3 de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha entre 1949 a 1999. Algumas razões podem ser enumeradas para esse sucesso: (1) características mistas de segurança e infraestrutura de um mercado maduro, regulado pela *Deutsche Börse*; (2) perspectivas de crescimento por ser um mercado emergente; (3) foi lançado em uma boa época, logo após a quebra e oferta da *Deutsche Telekom*; (4) bancos estrangeiros participaram de sua elaboração – Goldman Sachs – com experiências na Nasdaq (NEUER, 1998; BMFBOVESPA, 2000).

Embora as evidências de sucesso desse segmento sejam latentes, há que se considerarem alguns pontos que fizeram insurgir problemas no *Neuer Markt*. Com base em Europe's (1997), estudos criteriosos sobre os planos de negócios e a saúde financeira dos candidatos a participar de segmentos como o *Neuer Markt* não foram suficientes para evitar que alguns erros fossem cometidos.

Em 2001, algumas explicações foram colocadas para o desastroso desempenho dos papéis listados no *Neuer Markt*, depois de alguns anos de intenso e forte desempenho. A técnica de *valuation* aplicada era inadequada, utilizando-se de métodos pouco acurados, em detrimento dos métodos tradicionais e aceitos. Além disso, as empresas que abriram capitais eram imaturas e a falta de transparência era uma constante. Era também perceptível o déficit existente entre a qualidade das informações e o poder de monitoramento realmente praticado (NEUER, 2001).

Em resposta a essas crises, a *Deutsche Börse* reformulou a regulamentação do *Neuer Markt*, dando ênfase em maior proteção ao investidor, medidas legais que deveriam obrigatoriamente ser tomadas em caso de quebra de regras por parte dos administradores, transparência na negociação de ações feitas por membros do conselho, seus parceiros e administradores (NEUER, 2001).

Sormani (2001) acrescenta que a *Deutsche Börse* anunciou, em 2001, novas regras para o cancelamento do registro no *Neuer Markt*. Até então, o cancelamento aconteceria somente se a empresa não cumprisse algum dos regulamentos e regras do segmento ou caso se fizesse necessária para proteger o público. Foram estabelecidas quantidades limites de dias e valores para o preço médio das ações e para a capitalização de mercado da empresa, como critérios para acionar o desligamento.

O fato é que cinco anos após sua criação, o *Neuer Markt* sofria os excessos da bolha da internet: modelos de negócios frágeis, fraudes em larga escala dentre as empresa listadas, colapso dos preços das ações e recriminações gerais (STRUGGLING, 2002). Nesse sentido, no de 2003 o *Neuer Markt* foi desativado. As empresas constituintes desse segmento foram divididas em dois outros índices administrados pela *Deutsche Börse*: o Padrão Doméstico e o *Prime Standard*.

As normas do *Prime Standard* em relação ao *Neuer Markt* são praticamente as mesmas. A diferença maior reside no fato de que o novo segmento abrangerá todas as companhias listadas que quiserem aderir, e não apenas as empresas de tecnologia.

Após essas reformulações, pode-se dizer que, atualmente, na Europa e, especificamente na Alemanha, há dois pontos de acesso ao mercado de capitais: o acesso através de mercados regulamentados pela União Europeia, e acesso via mercados regulamentados pelas próprias bolsas de valores (mercados regulamentados não oficiais). Na Bolsa de Frankfurt, um anúncio no mercado regulado leva à *General Standard* ou seu segmento *Prime Standard*. Por sua vez, a listagem no *Open Market* (mercado regulamentado não oficial) pode levar à Cotação Primeira Câmara ou Padrão de Entrada (DEUTSCHE-BÖRSE, 2011).

No mercado regulamentado, o emitente dos valores mobiliários deve arquivar um pedido de admissão ao mercado, juntamente com um banco, um prestador de serviços financeiros ou de uma empresa operadora legalmente registrada. O banco ou empresa devem ser admitidos em bolsa de valores nacional, com direito a participar no comércio e uma prova de capital passível de €730.000. Caso a emissora atenda tais exigências, o protocolo de admissão pode ser arquivado independente de intermediários. As bases legais para admissão são regulamentadas em detalhes pela *German Stock Exchange Act*, *Stock Exchange Admission Regulation*, *Prospectus Act* e *Exchange Rules* (DEUTSCHE-BÖRSE, 2011).

A Deutsche-Börse (2011) divulga os principais critérios para admissão de ações conforme os seguintes itens:

- O emitente deve ter uma empresa existente por pelo menos três anos;
- O valor previsto das ações para serem admitidas ou – se uma estimativa não for possível – o patrimônio empresarial montar a €1.250.000;
- O número mínimo de ações é de 10.000 por ações sem valor nominal;
- *Free Float* mínimo de 25%;
- O documento de admissão é um prospecto de listagem com informações relacionadas às circunstâncias reais e jurídicas que são essenciais para a avaliação do emitente e pela segurança. O prospecto de listagem deve ser preciso e completo, e deve incluir balanços, demonstrativos de resultados e fluxos de caixas dos últimos três anos e as notas fiscais, bem como o relatório de gestão do último ano fiscal;
- A língua oficial de publicação é o alemão, porém para emitentes estrangeiros também o inglês.

O mercado regulamentado não oficial foi renomeado, a partir de 2005, de mercado aberto, que está estruturado em Primeira Câmara de Cotação e Orçamento de Segunda Câmara. Em contraste com o mercado regulamentado, o mercado livre não é um segmento de mercado oficial, mas de direito privado. A bolsa pode optar por fornecer este tipo de segmento, de acordo com o artigo 48 da Bolsa de Valores (Lei *BörsG*), se os títulos incluídos neste documento não são indicados nem compreendidos em mercado regulamentado (DEUTSCHE-BÖRSE, 2011).

Além de ações alemãs, principalmente ações internacionais, os títulos de emissores alemães e internacionais, certificados e *warrants* são negociados no mercado aberto. Ações de mais de 60 países estão listadas no mercado aberto. O mercado livre não representa um mercado organizado ou regulado. A inclusão de títulos no mercado aberto é regida pelas diretivas para o Mercado Regulado não oficial da *Deutsche Börse AG*.

A inclusão de valores mobiliários em negociação em bolsa no mercado livre representa uma das maneiras mais fáceis e mais rápidas para a bolsa de valores. Emitentes devem satisfazer apenas alguns requisitos de inclusão formal e sem acompanhamento de obrigações.

Conforme a Deutsche-Börse (2011), o *Prime Standard* é um segmento regulamentado da EU para empresas que desejam posicionar-se vis-à-vis aos investidores internacionais. Além dos requisitos da *General Standard* (que representam os requisitos mínimos do mercado regulamentado) as empresas do *Prime Standard* devem cumprir elevados padrões internacionais de transparência. A admissão ao *Prime Standard* é um pré-requisito para a inclusão na seleção para os índices DAX, MDAX, TecDAX e SDAX.

Os principais requisitos de admissão envolvem a necessidade de as ações estarem listadas no mercado regulado. A admissão no *Prime Standard* é baseado em um pedido do emitente. O órgão de decisão é o escritório de admissões. Segundo a Deutsche-Börse (2011) as principais obrigações assumidas para as empresas que adentram ao *Prime Standard* são:

- Relatórios trimestrais em alemão e inglês;
- Aplicação das normas internacionais de contabilidade;
- Publicação de um calendário financeiro;
- Realização de pelo menos uma conferência anual de analistas;
- Divulgação *ad hoc* também em inglês;
- Acompanhamento das obrigações da *General Standard*

Uma vez que os investidores exigem transparência, liquidez, segurança jurídica e integridade, é necessário definir claramente as regras e preceitos que garantam um mercado de capitais eficiente que, por sua vez, é requisito essencial para investidores que desejam fazer uso de investimentos em empresas cotadas nas bolsas de valores e, nesse caso em específico, na Bolsa de *Frankfurt*.

## 4. A CRISE DE 2008: ORIGEM, EFEITOS E RECUPERAÇÃO DAS ECONOMIAS

### 4.1 Origens da Crise Financeira

A recente crise financeira, vivenciada em vários países, teve sua origem em meados de 2007 nos Estados Unidos, em decorrência da elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas de alto risco (*subprime*). Farhi e Cintra (2009) levantaram questionamentos sobre a arquitetura do sistema financeiro americano e internacional, além de seus principais riscos sistêmicos e mecanismos de supervisão e regulação. Segundo os autores, a arquitetura citada reflete uma necessidade de questionamento haja vista ter transformado uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de imensas proporções, que lhe conferiu um caráter sistêmico.

Farhi e Cintra (2009) argumentam que, em uma crise clássica de crédito, os prejuízos potenciais já seriam conhecidos. Esses prejuízos seriam correspondentes aos empréstimos concedidos com baixos níveis de garantias. No entanto, na atual arquitetura ou configuração do sistema financeiro, os derivativos de créditos e os produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido e redistribuíram, em níveis globais, os riscos delas decorrentes para uma grande variedade de instituições financeiras.

El-Erian (2008, p. 25) entende que os participantes de mercado tomam consciência das modificações no cenário econômico gradualmente, e as pessoas, em tese, tendem a ignorar os efeitos dos fatos graduais no longo prazo, embora tais fatos possam ser extremamente importantes. O autor apresenta três fatores que provocaram mudanças de longo prazo e, conseqüentemente, anomalias no cenário econômico mundial:

- Realinhamento do poder e da influência da economia global, incluindo o deslocamento gradual para um conjunto de países que antes tinham pouca ou nenhuma influência sistêmica;
- Acumulação de riqueza nas mãos de países que costumavam ser mais devedores do que credores.
- Proliferação de novos instrumentos financeiros que alteraram profundamente as

barreiras de entrada em muitos mercados.

Barreto (2009) afirma ser consenso que a crise realmente foi ocasionada ou teve seu ápice em função da subprecificação do risco em todo o mundo, pois os investidores passaram a aceitar riscos muito mais elevados em troca de retornos um pouco maiores.

Cardote (2009) dá outra conotação para a crise mundial de 2008. Segundo o autor, a crise financeira de 2008 foi o resultado das atividades econômicas especulativas realizadas nos Estados Unidos nos últimos 10 anos. Nesse período, o sistema financeiro norte-americano gerou duas bolhas financeiras. A implosão dessas bolhas causou resultados drásticos no mercado americano, comprometendo instituições bancárias tradicionais e reduzindo o montante de crédito disponível mundialmente (CARDOTE, 2009).

Bresser-Pereira (2009) assinala que a crise de 2008 é, na verdade, uma crise de confiança decorrente de uma cadeia de empréstimos originalmente imobiliários baseados em devedores insolventes que, ao levar os agentes econômicos a preferirem a liquidez e assim liquidar seus créditos, está levando bancos e outras instituições financeiras à situação de quebra mesmo que elas próprias estejam solventes.

Seis fatores são elencados por Bresser-Pereira (2009) que tornam claro o pano de fundo da crise emergida em 2008:

1. É uma crise bancária que ocorre no centro do capitalismo e não uma crise de balanço de pagamentos, comum entre os países em desenvolvimento que tentavam crescer com poupança externa até a década de 1990.
2. A causa direta da crise foi a concessão de empréstimos hipotecários de forma não muito responsável, para credores que não tinham capacidade de pagar ou que não a teriam a partir do momento em que a taxa de juros começasse a subir como de fato aconteceu.
3. A crise ocorreu porque os sistemas financeiros foram sistematicamente desregulados desde que, em meados dos anos 1970, começou a se formar a onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado.
4. A ideologia ultraliberal era legitimada nos Estados Unidos pela teoria econômica neoclássica.
5. Este tipo de teoria econômica não foi utilizado tanto pelos formuladores de política

econômica nos governos quanto pelos analistas macroeconômicos nas empresas, jornais e publicações especializadas. Isso porque a pressuposição neoclássica de mercados eficientes dispensa qualquer política econômica a não ser a de ajuste fiscal.

6. A crise permitiu vislumbrar o evidente absurdo da oposição entre Estado e mercado proposta pelos neoliberais e neoclássicos, já que foi o Estado a salvaguarda da crise nas várias economias mundiais.

De acordo com Ferrari Filho e De Paula (2009) a internacionalização do sistema financeiro tem alterado substancialmente a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial: a conjugação entre a desregulamentação dos mercados financeiros e inovações financeiras (securitizações e derivativos), a livre mobilidade de capitais e a flexibilidade e volatilidade das taxas de câmbio e de juros têm, por um lado, limitado a ação das políticas macroeconômicas domésticas e, por outro, têm sido responsáveis tanto pelas frequentes crises de balanços de pagamentos das economias emergentes, quanto pelas crises de liquidez e solvência, como a recente crise financeira internacional.

Moura (2008) aponta sete fatores que levaram à atual crise financeira:

- Novo modelo de negócio de bancos comercial que passaram a originar e distribuir em detrimento de originar e manter até o vencimento.
- Coexistência de operações entre um conjunto de instituições regulamentadas e outras instituições frouxamente reguladas ou sob nenhuma regulamentação (por exemplo, *hedge funds*).
- Crescimento das operações no mercado de balcão, sem registro centralizado, sem transparência na formação de preços e com maior risco pela não exigência de depósitos de margem de garantia.
- Opacidade de alguns *players* de mercado, particularmente os *hedgers funds*.
- Administração de risco nas instituições financeiras baseadas em regras convencionais de estabelecimento de limites de crédito de contraparte.
- Elevados níveis de alavancagem nos segmentos menos regulados do mercado.
- Remuneração dos executivos de instituições financeiras, que incentiva a assunção de riscos, pois os ganhos são compartilhados pelos executivos e acionistas, enquanto as perdas são totalmente alocadas aos investidores.

Soros (2008) entende que a crise do *subprime* foi simplesmente o ato final que deflagrou uma superbolha, mas que a origem central da crise centra-se na globalização, na liberalização, no *boom* das *commodities*, na ascensão da China e em inovações financeiras (como instrumentos financeiros sintéticos, cálculos de risco, modelos de negócios).

Greenspan (2008) vai além e cita que três eventos sequenciais deram origem tanto à crise imobiliária de 2008 quanto à acionária no final da década de 1990. O primeiro deles diz respeito ao abandono quase universal do planejamento central. Além disso, há que se destacar a adoção da economia de mercado por praticamente todas as nações mundiais. Finalmente, outro acontecimento que pode explicar ambas as crises citadas refere-se ao aumento demográfico de praticamente meio bilhão de indivíduos nas forças de trabalho das novas economias emergentes.

## **4.2 A Crise e os Mercados de Baixa Regulação**

Farhi e Cintra (2009) entendem que o pano de fundo da crise foram as complexas relações que se estabeleceram entre instituições financeiras reguladas nos opacos mercados de balcão. O contexto para isso era exatamente de ampla liberdade de ação para os agentes financeiros. As instituições de supervisão e regulação estavam convencidas de que os mecanismos de governança corporativa e os instrumentos de gestão e monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído a tal ponto que suas decisões poderiam ser consideradas as mais apropriadas e eficientes para evitar a ocorrência de episódios que desembocassem em risco sistêmico.

Duas características comuns podem ser aplicadas aos ativos negociados no mercado de balcão: a inexistência de uma câmara de compensação e a ausência de normas e especificações das operações. Farhi e Cintra (2009) afirmam que os instrumentos são livremente negociados entre as instituições financeiras e entre elas e seus clientes, transformando as posições dos participantes em mecanismos opacos. Uma extensa e intrincada teia de créditos e débitos entre as instituições financeiras foram derivadas das negociações nesses mercados. Em decorrência dessas características é difícil vislumbrar os riscos cruzados e as posições das diversas instituições financeiras. Além disso, os produtos negociados no mercado de balcão não têm cotação oficial, não são transparentes (porque não são tornados públicos) motivo pelo qual pode impedir ou dificultar sua avaliação no decorrer

do período em que a posição é mantida.

Hermann (2009) afirma que o mercado de capitais, especialmente o dos Estados Unidos, foi o segmento mais estimulado pelas mudanças derivadas da desregulamentação financeira na economia americana e em diversos outros países, incluindo o Brasil. O que justifica isso, segundo a autora, é que o mercado de capitais, tradicionalmente, é menos regulamentado que o setor bancário e, no caso americano, por ser o mais maduro e promissor à época. Os bancos tiveram liberdade de ingressarem neste mercado em virtude das novas regras, principalmente em relação a mecanismos de securitização de dívidas, que estreitaram as ligações entre mercados de crédito e de capitais, já que grande parte do que se negocia neste depende, indiretamente, do desempenho daquele.

No entanto, Nakano (2008) entende que dificilmente a crise financeira de 2008 poderia ter sido evitada pelos governos com maior supervisão e regulamentação do sistema financeiro. Isso porque a crise decorre de uma nova ordem monetária e financeira criada já na década de 1980, ampliando a capacidade do sistema financeiro de prover liquidez imediata, particularmente por meio dos derivativos. O autor defende que foi essa explosão de liquidez financeira que vinha provocando inflação no valor dos ativos financeiros.

Bookstaber (2008) apregoa que, embora se possa falar de efeitos positivos em função da inovação de instrumentos financeiros, é importante ponderar que tais inovações aumentam a complexidade e tornam os mercados mais acoplados entre si. Esse forte acoplamento e o aumento da liquidez daí resultante facilitam a assunção de posições mais alavancadas, já que títulos mais líquidos e prontamente precificados representam uma garantia melhor.

### **4.3 Consequências e Ações para a Crise Financeira**

Segundo Prates e Cintra (2009), em função da crise, a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. Os investidores procuraram reposicionar suas carteiras, vendendo os ativos mais arriscados e desencadeando quedas acentuadas nos seus preços e nas moedas fracas. O objetivo desse movimento era a busca pela liquidez, principalmente na moeda reserva internacional e/ou em Títulos do tesouro

americano. Além disso, a crise ampliou a desconfiança entre as instituições financeiras, bloqueando os fluxos de recursos nos mercados interbancários, provocando uma alta repentina nas taxas de juros. Isso instaurou uma tendência de contração dos empréstimos bancários.

Na visão de Cardote (2009) as repercussões mundiais da crise foram significativas e atingiram as economias que mantinham relações econômicas estreitas com o complexo financeiro norte-americano. Em resposta aos efeitos da crise, o grupo G-20 iniciou a partir de 2008 a articulação necessária para reesculpir as instituições responsáveis pelo gerenciamento financeiro internacional. Tradicionalmente, a coordenação internacional na área financeira estava restrita aos países desenvolvidos que se articulavam em instituições como o Comitê da Basileia e o Banco Mundial. Com o advento da crise de 2008, o G-20 se torna reconhecido como um foro internacional que fornece um espaço legítimo e confiável para lidar com a crise global.

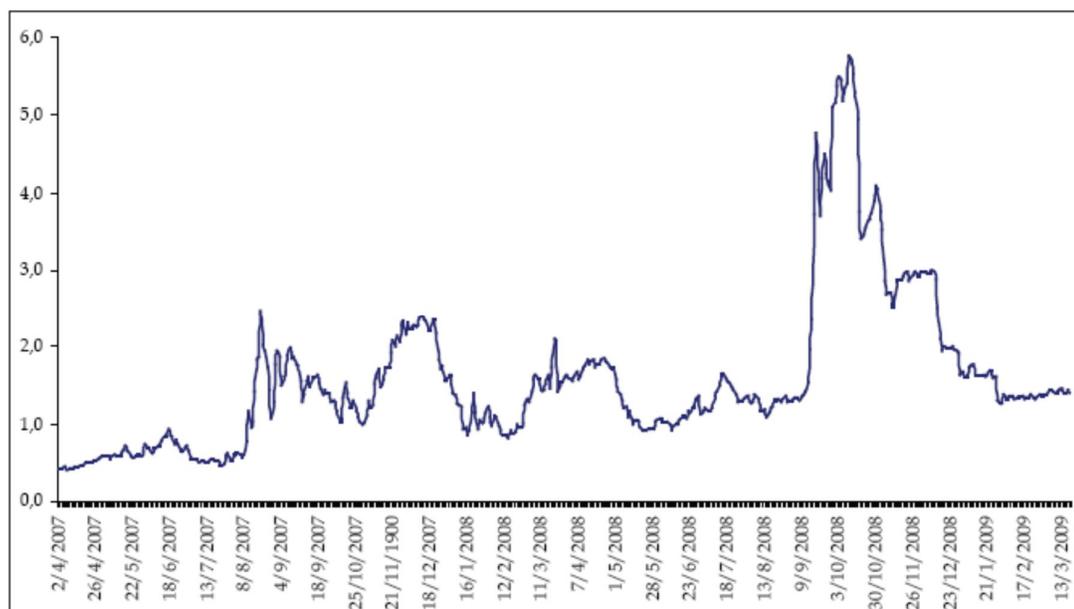
Segundo Farhi e Cintra (2009) os momentos mais agudos da crise deram-se no intervalo de junho de 2007 a março de 2009, e tiveram repercussões acentuadas nos mercados interbancários globais. O comportamento da TED *spread*<sup>1</sup>, como referência mundial para empréstimos entre bancos, explicitou esses momentos agudos, conforme sumarização do Figura 4.1

Os grandes bancos de investimento americano deixaram de existir em função de falta de reservas de capital, ativos cuja liquidez foi suprimida desde a eclosão da crise em junho de 2007, confronto com o expressivo encolhimento de sua fonte de *funding*. O quinto maior banco de investimento americano conseguiu evitar sua falência em virtude de intervenção e garantias de US\$ 29 bi ofertadas pelo *Federal Reserve* para sua compra com grande desvalorização pelo JP Morgan/Chase (US\$ 10 por ação contra uma cotação de US\$ 170 um ano antes). Em função de as autoridades monetárias americanas não terem evitado a falência do Lehman Brothers desencadeou a compra do Merrill Lynch pelo Bank of America. Ademais, o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformar em *holdings* financeiras sujeitas às normas da Basileia, à supervisão do Federal Reserve e com amplo

---

<sup>1</sup> Conforme Farhi e Cintra (2009), TED *spread* refere-se à diferença entre a taxa dos títulos do Tesouro americano de três meses (no mercado secundário) e a taxa Libor (*London Interbank Offered Rate*) para os depósitos interbancários em eurodólar de três meses.

acesso às operações de redesconto (FARHI; CINTRA, 2009).



**Figura 4.1 – TED spread – prêmio de risco entre títulos de curto prazo americano e taxa Libor (em %)**

Fonte: Federal Reserve, citado por Farhi e Cintra (2009).

Prates e Cintra (2009) entendem que, a partir de setembro, de 2008 a crise financeira começa a atingir fortemente as economias emergentes, até mesmo nos países com fundamentos e políticas econômicas tidas como saudáveis. As ações governamentais nesses países seguiram direção similar aos países desenvolvidos, adotando um conjunto de iniciativas para atenuar a depreciação de suas moedas, bem como seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos. Essas ações, segundo os autores, têm uma conotação anticíclica, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações progressas de instabilidade cambial e financeira.

Para Cardote (2009), o contágio da crise americana demonstra a atual indissociabilidade econômica dos países de economia aberta. Inseridas em um sistema econômico fluído e globalizado, as economias internas se tornam impermeáveis aos efeitos das dinâmicas domésticas estrangeiras. A teoria da interdependência complexa das relações internacionais pode ser aplicada para explicar os efeitos decorrentes do colapso econômico de 2008 e justificar a orientação adotada pelos países integrantes do G-20 para enfrentar o problema.

Essa análise deve levar em consideração o efeito mais evidente da crise: a significativa contração do PIB dos países componentes do G-8.

De acordo com Farhi e Prates (2009), após a eclosão da crise financeira em julho de 2007, observou-se uma importante mudança nas posições líquidas dos três principais tipos de investidores no mercado de derivativos de câmbio da BM&F. Até maio de 2008, os investidores estrangeiros posicionaram-se, predominantemente, na ponta comprada desse mercado, refletindo sua maior aversão aos riscos, em decorrência do contexto financeiro internacional. Em junho e julho de 2008, voltaram a formar posições vendidas, que geraram lucros com a apreciação do real. Três fatores induziram essa mudança: concessão do grau de investimento, pelo aumento do diferencial de juros e pelo *boom* de preços das *commodities*. No entanto, em setembro, com o acirramento da crise, eles voltaram a ficar comprados, apostando na depreciação do real. Segundo os autores, os investidores institucionais seguiram posições semelhantes aos investidores estrangeiros, enquanto os bancos assumiram posições vendidas em derivativos.

Bresser-Pereira (2010) entende que, quando irrompeu a crise, os políticos perceberam equívocos e tomaram quatro decisões:

- Aumentar radicalmente a liquidez por meio da taxa básica de juros, já que a crise implicava um grande aperto de crédito após a perda generalizada de confiança que causou;
- Resgatar e recapitalizar os bancos, por serem instituições quase públicas que não podem ir à falência;
- Adotar políticas fiscais expansionistas que se tornaram inevitáveis;
- Regular novamente o sistema financeiro, tanto interna quanto internacionalmente.

Conforme Farhi e Cintra (2009), vários fatores propulsionaram um processo de enxugamento do sistema paralelo responsável pela proliferação de inovações complexas e opacas. Dentre esses fatores, citam-se: resgate das agências hipotecárias (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*) e da seguradora *American Insurance Group* (AIG); desaparecimento de cinco bancos de investimentos de *Wall Street* (*Bear Sterns*, *Lehman Brothers*, *Merril Lynch*, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*); falência de diversos bancos hipotecários; falência de fundos de investimentos, de *hedge funds*, de *private equity funds*.

Farhi e Cintra (2009) apontam que a quebra de instituições insolventes e a escassez de liquidez dos instrumentos financeiros mais exóticos promoveram um forte processo de desalavancagem e uma reconfiguração forçada do sistema financeiro global, além do enquadramento das instituições sob a regulação e supervisão do *Federal Reserve System* e de outros bancos centrais.

Segundo Mazzucchelli (2008), apesar das perdas financeiras e da desaceleração da economia, a disposição para intervenção estatal é atualmente um elemento determinante que diferencia nitidamente as iniciativas da política econômica, e este é um fator decisivo. O autor sustenta que, em face da eclosão da crise, a intervenção dos governos foi ampla e imediata. O credo liberal e a panaceia dos mercados autorregulados foram sumariamente abandonados e o Estado assumiu, com maior ou menor grau de acerto, a responsabilidade pela defesa das instituições financeiras, pela provisão da liquidez, pela garantia integral dos depósitos, pela redução das taxas de juros básicas e pela tentativa de evitar o aprofundamento da contração do crédito.

Para Mazzucchelli (2008), diante do descontrole das operações financeiras que redundaram na crise de 2008, não há mais quem negue a necessidade imperiosa de reintroduzir padrões mais rígidos e rigorosos que disciplinem o funcionamento do sistema financeiro, inclusive em âmbito internacional. O autor enumera dois pontos importantes para assegurar uma estabilidade mínima às economias capitalistas: a regulamentação sobre o *shadow financial system* (bancos de investimento, fundos de investimento, *hedge funds*, seguradoras) e a definição de suas relações com os bancos comerciais.

## 5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA

### 5.1 Tipologia da Pesquisa

Para este estudo, o método de abordagem utilizado classifica-se como sendo hipotético-dedutivo que, segundo Popper (1975), inicia-se com um problema ou lacuna no conhecimento científico, passando pela formulação de hipóteses e por um processo de inferência dedutiva, o qual testa a predição da ocorrência de fenômenos abrangidos pela referida hipótese.

A pesquisa científica com abordagem hipotético-dedutiva inicia-se com o descobrimento de um problema e com sua descrição clara e precisa, a fim de facilitar a obtenção de um modelo simplificado e a identificação de outros conhecimentos e instrumentos, relevantes ao problema, que auxiliarão o pesquisador em seu trabalho. Após esse estudo preparatório, o pesquisador passa para a fase de observação. Na verdade, essa é a fase de teste do modelo simplificado. É uma fase meticulosa em que é observado um determinado aspecto do universo, objeto da pesquisa. A fase seguinte é a formulação de hipóteses, ou descrições-tentativa, consistentes com o que foi observado. Essas hipóteses são utilizadas para fazer prognósticos, os quais serão comprovados ou não por meio de testes, experimentos ou observações mais detalhadas. Em função dos resultados desses testes, as hipóteses podem ser modificadas, dando início a um novo ciclo, até que não haja discrepâncias entre a teoria (ou modelo) e os experimentos e/ou observações.

O estudo ainda está subjacente ao paradigma funcionalista que, segundo Burrell e Morgan (1979):

A abordagem à ciência social característica do funcionalismo está baseada na tradição do positivismo lógico, o que significa dizer que é feita uma tentativa de aplicação dos modelos e métodos das ciências naturais ao estudo de assuntos humanos. Supõe, portanto, que o mundo social é composto de artefatos empíricos, é relativamente concreto e há relacionamentos que podem ser identificados, estudados e medidos. Usam-se analogias mecânicas e biológicas como um meio de modelar o mundo social.

Quanto aos objetivos, utilizar-se-á da pesquisa descritiva. Selltitz et al (1975) afirma que os estudos descritivos são aqueles que apresentam precisamente as características de uma situação, um grupo ou um indivíduo específico. Os autores ainda afirmam que, “ao coligir provas para o estudo, não há tanta necessidade de flexibilidade, mas de uma clara formulação de ‘que’ ou ‘quem’ deve ser medido, bem como de técnicas para medidas válidas e precisas”.

Nessa situação, os objetivos devem estar muito bem definidos, além de o pesquisador saber exatamente o que pretende com a pesquisa.

Com base em Andrade (1997), pode-se dizer que neste tipo de estudo descritivo, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira sobre eles. Portanto, os fenômenos do mundo físico e humano são estudados, mas não manipulados pelo pesquisador.

Cabe ressaltar que no escopo da pesquisa descritiva, o presente estudo pode ser tido como longitudinal, uma vez que os dados longitudinais descrevem eventos ao longo do tempo. Segundo Hair et al (2005) os estudos longitudinais são adequados quando as questões de pesquisas e as hipóteses são afetadas pela variação das coisas com o decorrer do tempo. Diferentemente dos estudos transversais, os longitudinais exigem que os dados sejam coletados das mesmas unidades de amostra em mais de um ponto no tempo. Os dados representam uma série temporal de observações e coletas. Os dados longitudinais permitem mapear elementos administrativos de modo que se possam observar as tendências.

O método de procedimento a ser utilizado é o estatístico, pois conforme Andrade (1997), fundamenta-se na utilização da teoria estatística das probabilidades. Suas conclusões apresentam grande probabilidade de serem verdadeiras, embora admitam certa margem de erro. A manipulação estatística permite comprovar as relações dos fenômenos entre si, e obter generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado.

Finalmente, quanto ao tratamento dos dados, o estudo irá se utilizar da pesquisa quantitativa, por buscar a quantificação das informações para que os resultados sejam medidas precisas e confiáveis da realidade. Esta metodologia permite que sejam feitas análises estatísticas e atende a necessidade de mensuração, representatividade e projeção.

Assim, pode-se dizer que a pesquisa quantitativa faz uso de instrumentos específicos capazes de estabelecer relações e causas sempre levando em conta as quantidades. Com estes procedimentos os resultados podem ser projetados para o todo, ou seja, podem ser generalizados. No estudo quantitativo o pesquisador conduz seu trabalho a partir de um plano estabelecido *a priori*, com hipóteses claramente definidas e variáveis operacionalizadas quantitativamente. O quantitativista preocupa-se com a medição objetiva e a quantificação

dos resultados. Busca a precisão, evitando distorções na etapa de análise e interpretação dos dados, garantindo, assim, uma margem de segurança em relação a inferências obtidas.

## 5.2 Modelo da Pesquisa

Esta pesquisa pode ser resumida conforme as duas figuras a seguir:

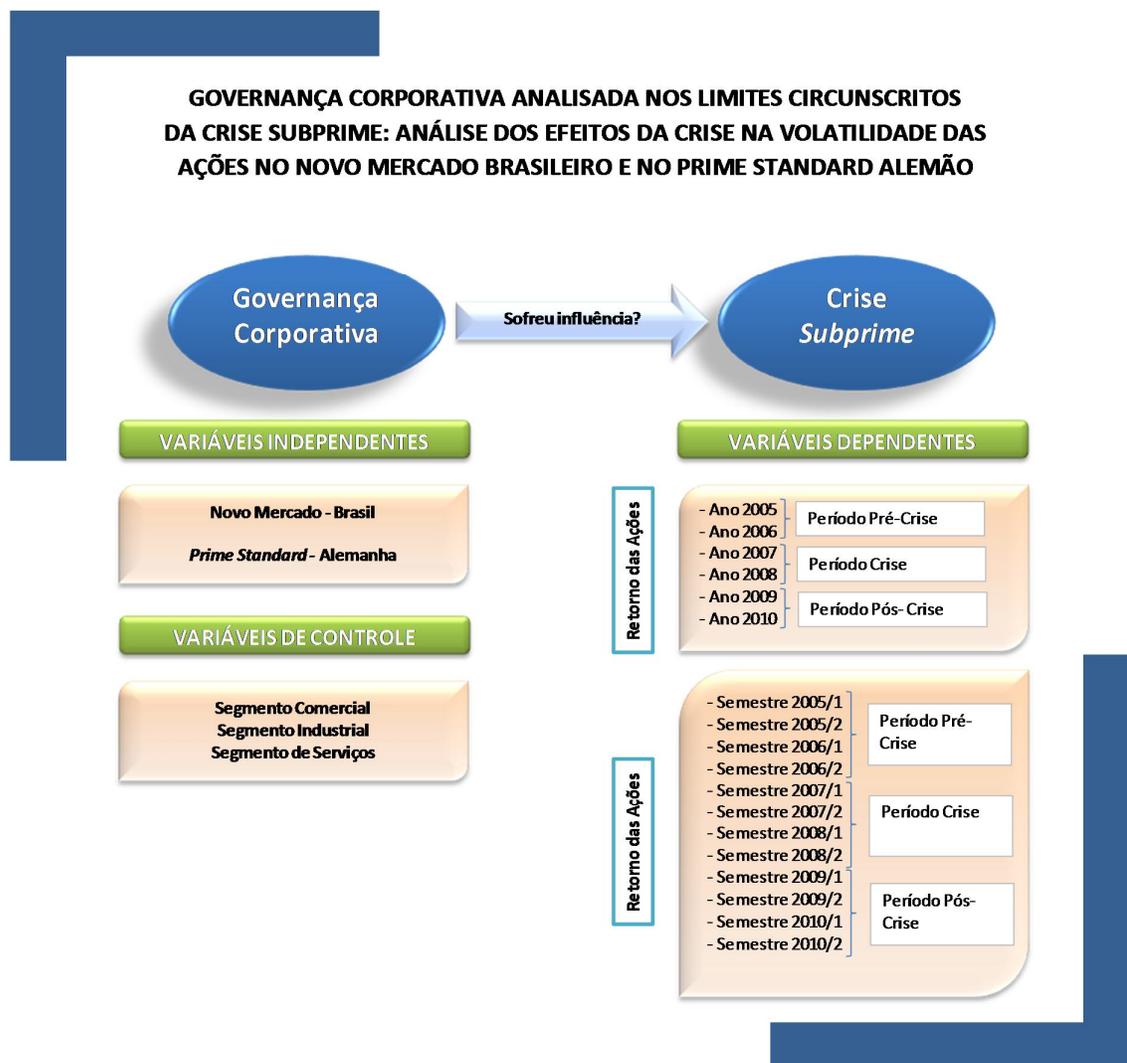
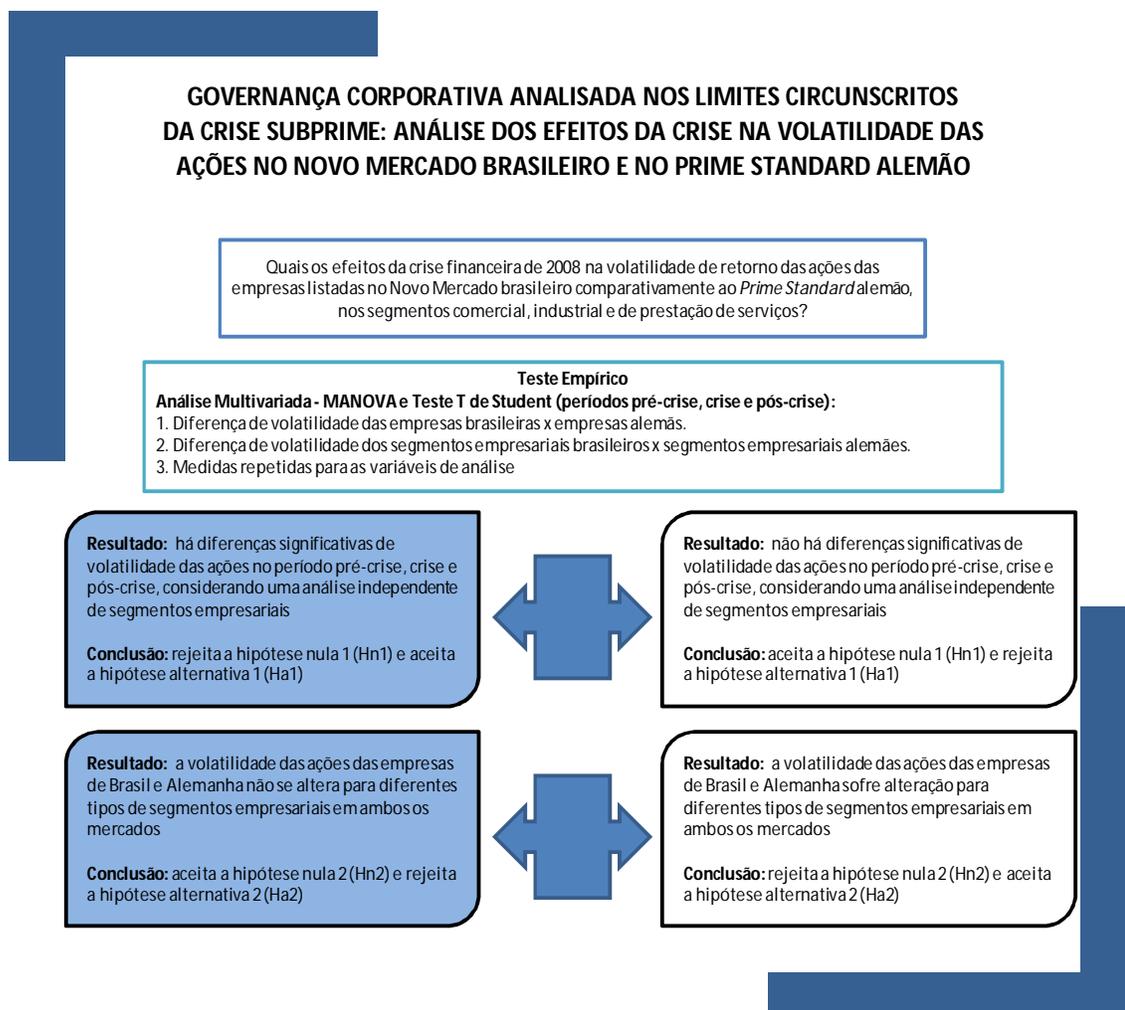


Figura 5.1 – Modelo Esquemático Geral da Pesquisa

Fonte: própria



**Figura 5.2 – Modelo Esquemático do Teste de Hipóteses**

Fonte: própria

### 5.3 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

Este estudo analisa a governança corporativa como o arcabouço de mecanismos que deveriam assegurar aos investidores o retorno dos investimentos, com base em Shleifer e Vishny (1997) e Tirole (2005). Ademais, entende-se governança corporativa, conforme Araújo (2000) e Martins, Hildebrand e Ziviani (2008), como parte integrante da estrutura financeira mundial. A estabilidade dos fluxos de recursos seria uma consequência de um mercado de capitais transparente e com maiores possibilidades de fiscalização. Em sendo concreta tal

transparência, poder-se-ia ter a governança corporativa como um sistema de alerta contra as incertezas empresariais e financeiras.

Todavia, Krikpatrick (2009) é pontual no apontamento de falhas de governança que não serviram ao seu propósito de proteção contra riscos excessivos em várias empresas financeiras e não financeiras por ocasião da crise *subprime*, principalmente em função dos resultados ruins derivados de sistemas de gestão de riscos falhos em determinados procedimentos de governança corporativa.

Por isso, pode-se conceber governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores tivessem assegurado o retorno dos investimentos; ou como restrições dos gestores sobre si próprios ou dos investidores sobre os gestores, de forma a evitar a alocação equívoca de recursos (SHLEIFER; VISHNY, 1997; TIROLE, 2005), num contexto de proteção contra riscos em épocas de crises mundiais (KRIKPATRICK, 2009; MAZZUCHELLI, 2008), principalmente ao se adotarem os mais altos padrões de governança nos vários mercados de capitais (SROUR, 2002; COMERLATO; TERRA; BRAGA, 2002; AGUIAR, CORRAR; BATISTELA, 2004).

Nesse sentido, as definições operacionais da pesquisa estão discutidas nos itens seguintes.

### **5.3.1 Volatilidade de Retorno das Ações**

Como se parte da premissa de que a volatilidade das ações brasileiras e alemãs não apresenta diferença estatisticamente significativa (Hipótese Nula 1) entre o período de análise, e também tal diferença não haveria ao se analisar a volatilidade por segmentos empresariais (Hipótese Nula 2), essa volatilidade foi medida pelo modelo de máxima verossimilhança.

Em cada perspectiva de análise, as volatilidades das ações foram analiticamente decompostas por períodos, inicialmente em escalas anuais e, finalmente, em escalas semestrais. Essas variáveis são apresentadas conforme Quadro 5.1.

Descrição	Legenda
Volatilidade das Ações no Ano 2005	VA2005
Volatilidade das Ações no Ano 2006	VA2006
Volatilidade das Ações no Ano 2007	VA2007
Volatilidade das Ações no Ano 2008	VA2008
Volatilidade das Ações no Ano 2009	VA2009
Volatilidade das Ações no Ano 2010	VA2010
Volatilidade das Ações no Semestre 2005/1	VA2005_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2005/2	VA2005_2
Volatilidade das Ações no Semestre 2006/1	VA2006_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2006/2	VA2006_2
Volatilidade das Ações no Semestre 2007/1	VA2007_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2007/2	VA2007_2
Volatilidade das Ações no Semestre 2008/1	VA2008_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2008/2	VA2008_2
Volatilidade das Ações no Semestre 2009/1	VA2009_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2009/2	VA2009_2
Volatilidade das Ações no Semestre 2010/1	VA2010_1
Volatilidade das Ações no Semestre 2010/2	VA2010_2

**Quadro 5.1 – Variáveis dependentes da pesquisa**

Para tanto se considerou o preço de fechamento diário de cada ação. Utilizou-se a transformação logarítmica no cálculo da variação relativa dos preços das ações pelo regime de capitalização contínua, com base em Bernardo (2001).

Assim, as ações tomadas como base amostral sofreram a seguinte transformação:

$$R_{it} = \ln \left( \frac{P_i}{P_{i, t-1}} \right)$$

Sendo:

$R_{it}$ : retorno do ativo i na data t, transformado pelo Ln

$P_{it}$ : cotação nominal de fechamento (ajustada aos proventos) do ativo i na data t

$P_{i, t-1}$ : cotação nominal de fechamento (ajustada aos proventos) do ativo i na data t-1

Para se chegar no valor da volatilidade de cada ação, calculou-se o desvio-padrão para os períodos anuais e semestrais – conforme proposição dos objetivos desta pesquisa – para, após, fazer a multiplicação pela raiz quadrada do número de dias úteis, tanto no Brasil quanto na Alemanha.

Embora esse procedimento de cálculo da volatilidade seja um modelo mais simples, do ponto de vista da estimação de valores de volatilidade, justificou-se a adoção de tal método haja vista este estudo não pretender estimar valores futuros de volatilidade, mas centrar-se apenas na volatilidade histórica dada para o período da crise *subprime*. Ademais, esse modelo é utilizado tanto pela bolsa de valores brasileira como alemã para o cálculo de volatilidade.

### 5.3.2 Variáveis de Controle

A variável de controle arrolada ao estudo relaciona-se com o setor de atuação da companhia. Essa variável foi selecionada com base na possível influência que pode exercer sobre as variáveis dependentes (Volatilidade das Ações – Ano e Semestre) e independentes (Brasil e Alemanha). Caso as variáveis de controle (que são variáveis independentes) possuam correlação com alguma das variáveis dependentes e independentes e fossem omitidas da análise, a relação entre as variáveis desejadas para análise poderia evidenciar-se de forma incompleta.

Nesse ínterim, o setor de atuação pode influenciar a volatilidade das ações em ambos os países, já que no período analisado alguns setores podem ter apresentado resultados distintos de outros, além de que tal resultado possa ter ocorrido em algum(ns) ponto(s) específico do horizonte de análise.

Para a classificação das empresas, *a priori* fora adotado o critério do *Standard Industrial Code* (SIC) americano do tipo *Division*. O resultado dessa classificação foi aglutinado em apenas três classificações, a saber: empresas comerciais, empresas industriais e empresas prestadoras de serviços, cada qual representada por um código:

- Empresas do Segmento Comercial: 0
- Empresas do Segmento Industrial: 1
- Empresas do Segmento Prestador de Serviços: 2

Embora se admita, desde já, que seria relevante a comparação de setores empresariais de forma analítica, ou seja, decompondo cada macro segmento em subsegmentos, inutilizou-se essa premissa por não possibilitar amostras representativas para os modelos estatísticos adotados. No entanto, é sabido que tal análise poderia ser mais pontual e contundente.

## 5.4 População, Amostragem e Coleta de Dados

A amostra da análise é composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na BM&FBOVESPA e Bolsa de *Frankfurt*, participantes do Novo Mercado e do *Prime Standard*, respectivamente. Ressalta-se que esses níveis de negociação referem-se aos mais altos padrões de governança corporativa de ambos os mercados. A não utilização dos dados das empresas financeiras decorre do fato de elas apresentarem viés historicamente evidenciado de melhor performance comparativamente às empresas não financeiras; fato é que sua utilização poderia causar igualmente viés nos resultados da pesquisa.

As cotações das ações das empresas brasileiras foram extraídas do banco de dados Economática®. Para as companhias alemãs, os dados foram extraídos do *Yahoo Finance* por dois motivos principais: por estar disponível ao autor e pelo fato de a bolsa alemã não disponibilizar a totalidade dos dados históricos necessários para a consecução da pesquisa. O levantamento dos títulos das empresas alemãs, no *Yahoo Finance*, foi extraído do sistema de cotações Xetra® em detrimento das cotações da Bolsa de *Frankfurt*. O Xetra® é o sistema eletrônico de negociação da bolsa alemã. As ações das empresas alemãs são negociadas principalmente por meio desse sistema (mais de 90% dos títulos), enquanto que os títulos menos líquidos, ações estrangeiras e fundos de investimentos são negociados no pregão da Bolsa de *Frankfurt*, sem passar pelo sistema Xetra® (DEUTSCHE-BÖERSE, 2011).

Adotaram-se, como parâmetro, as cotações diárias ao preço de fechamento em ambos os países. Intencionalmente, para os dias em que não houve negociação de uma determinada ação, não se considerou a cotação anterior mais próxima, haja vista ter-se utilizado a média aritmética do logaritmo natural das cotações dos títulos analisados (tornaria redundante o resultado). Por se tratar de companhias participantes dos mais altos níveis de governança em cada país, todas as ações consideradas são ordinárias (exigência tanto para o Novo Mercado quanto para o *Prime Standard*). O critério de exclusão adotado cerceou as empresas que

apresentavam cotações apenas para o período posterior a 2010 e que, portanto, extrapolam o horizonte temporal adotado para análise. Ademais, foram considerados apenas os títulos que apresentavam cotação após terem aderido ao Novo Mercado e ao *Prime Standard*.

Com relação à esfera longitudinal adotada para análise, há que se considerar que, *a priori*, optou-se por levantar as cotações das empresas no período compreendido entre 2003 a 2011, por abranger o início do segmento *Prime Standard* – em substituição ao *Neuer Markt*. Esse horizonte foi redefinido ao longo do processo de levantamento de dados, tendo em vista que, embora o Novo Mercado (no Brasil) tenha sido criado em dezembro de 2000, somente a partir de 2004 é que houve atividade efetiva nas aberturas de capital. Até o ano de 2003 apenas duas empresas estavam listadas nesse segmento, enquanto que em 2004 esse número era de tão somente 7 companhias. No entanto, no ano de 2005 houve um crescimento de mais de 157% nas listagens. Optou-se pela exclusão do ano 2011 em função de o mercado mundial estar à espreita de uma nova crise que, possivelmente, far-se-á relevante para pesquisas futuras. Portanto, o horizonte de análise foi redefinido para englobar as companhias listadas entre os anos de 2005 a 2010. Dado que a crise *subprime* tenha seus fundamentos calcados no ano 2007, embora o auge fora notado fortemente no segundo semestre de 2008, pode-se entender que o período de originação e apogeu tenha sido de 2007 a 2008. Dessa forma, tem-se que as análises precederam e sucederam o período da crise em dois anos.

Considerando o período justificado e as exclusões que se fizeram pertinentes, foram extraídos dados de 109 ações brasileiras pertencentes ao Novo Mercado e de 269 ações alemãs pertencentes ao *Prime Standard*. Entretanto, as amostras podem ser decompostas por períodos, conforme Quadro 5.2:

<b>Período</b>	<b>Brasil Novo Mercado</b>	<b>Alemanha <i>Prime Standard</i></b>
Ano 2005	24	239
Ano 2006	46	264
Ano 2007	88	264
Ano 2008	91	295
Ano 2009	97	288
Ano 2010	109	269

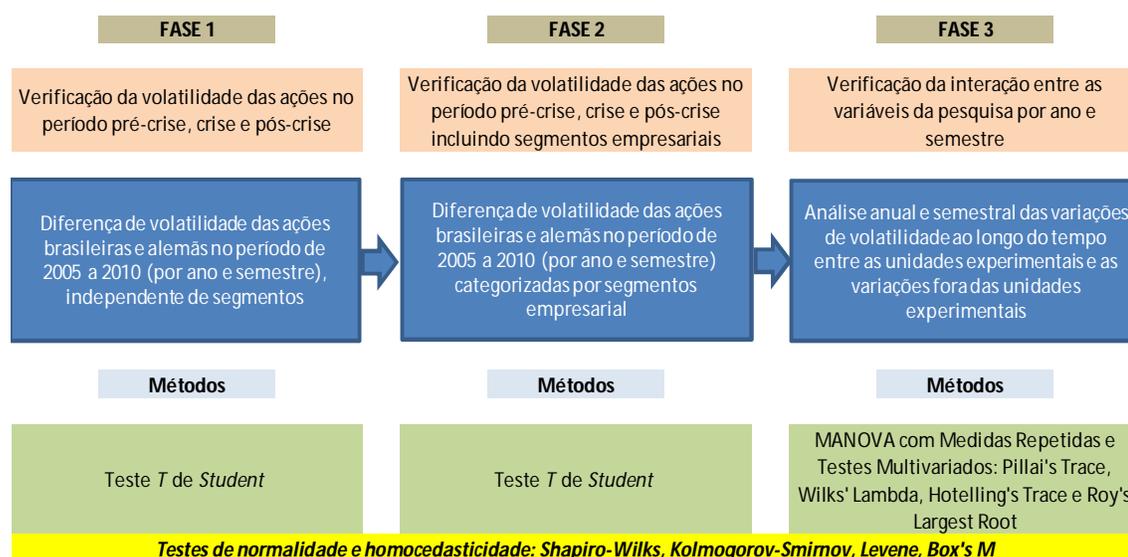
**Quadro 5.2 – Número de empresas consideradas nas amostras por período de análise**

Essa amostra possui um tamanho significativo em relação ao total de empresas listadas no Novo Mercado e no *Prime Standard*, podendo considerá-la como representativa das companhias abertas listadas. Contudo, Hair et al (2005) conferem a este tipo de amostra a não possibilidade de generalização dos resultados para a população, haja vista as amostras não probabilísticas não garantirem sua representatividade, por serem fruto de um critério definido pelo pesquisador. Entende-se, outrossim, que embora os critérios de exclusão tenham sido adotados, reduziram o número de empresas de forma quase insignificante.

Contudo, durante a aplicação dos procedimentos estatísticos, alguns períodos apresentaram dados perdidos, ou seja, valores inválidos sobre uma ou mais variáveis por não estarem disponíveis para análise. Hair et al (2009) entendem que o impacto prático de dados perdidos é a redução do tamanho da amostra disponível para análise. No entanto, os autores concordam que dados perdidos muitas vezes são esperados e fazem parte do planejamento da pesquisa, sendo chamados e/ou considerados como dados perdidos ignoráveis, o que significa que ações corretivas específicas para perda de dados não são necessárias, uma vez que os mesmos são inerentemente permitidos na técnica usada.

## 5.5 Modelos Estatísticos Adotados

Consoante aos dados coletados, a análise estatística utilizada para este estudo pode ser resumida em três fases, conforme Figura 5.1:



**Figura 5.3 – Fases dos procedimentos estatísticos**

Segundo Fávero et al (2009, p. 110) “um dos problemas a serem resolvidos pela inferência estatística é o de testar hipóteses sobre os parâmetros estimados da população”. Nesse sentido, testar uma hipótese acaba sendo uma forma de fornecer métodos que permitam verificar se os dados amostrais trazem alguma evidência que apoia ou não uma hipótese formulada.

Para a construção dos testes de hipóteses deve-se, primeiramente, definir a hipótese nula a ser testada para, em seguida, definir a hipótese alternativa caso a nula seja rejeitada. Ambas podem ser caracterizadas conforme a seguir:

Hipótese Nula ( $H_n$ ) :  $\theta = \theta_0$

Hipótese Alternativa ( $H_a$ ) :  $\theta \neq \theta_0$

Dois tipos comuns de erros podem ser cometidos a partir da formulação das hipóteses, conforme Fávero et al (2009, p. 111):

- Erro do tipo I: rejeitar a hipótese nula quando esta é verdadeira. A probabilidade desse erro é designado por  $\alpha$ :

$$P(\text{erro tipo I}) = P(\text{rejeitar } H_n \mid H_n \text{ é verdadeira}) = \alpha$$

- Erro do tipo II: não rejeitar a hipótese nula quando esta é falsa. A probabilidade desse erro é designado por  $\beta$ :

$$P(\text{erro tipo II}) = P(\text{não rejeitar } H_n \mid H_n \text{ é falsa}) = \beta$$

Este estudo utilizar-se-á dos testes paramétricos, que exigem suposições específicas sobre a população da qual as amostras foram extraídas. Estes testes verificam suposições sobre parâmetros populacionais, tais como média, variância e homogeneidade, bem como normalidade da distribuição.

Portanto, exigem que duas hipóteses sejam satisfeitas: normalidade das variáveis dependentes e homogeneidade das variâncias populacionais no caso de comparação de duas ou mais populações (FAVERO et al, 2009; HAIR et al, 2009).

### 5.5.1 Teste *T* de *Student* para Comparação de Duas Médias Populacionais a Partir de Duas Amostras Aleatórias Independentes

Hair et al (2009) afirmam que o Teste *T* avalia a significância estatística da diferença entre duas médias de amostras independentes para uma única variável dependente. A diferença em escores médios de grupos é o resultado de designar observações a um dos dois grupos com base em seus valores de uma variável não métrica, que é manipulada com categorias ou níveis pré-especificados que são propostos para refletir diferenças em uma variável dependente.

As duas amostras devem ter distribuição normal com variância desconhecida, porém iguais (FAVERO et al, 2009):

$$X \sim N(\mu_x, \sigma_x), Y \sim N(\mu_y, \sigma_y) \text{ e } \sigma_x = \sigma_y$$

Nesse caso, a estatística é dada pela seguinte equação:

$$T_{cal} = \frac{(X - Y) - (\mu_x - \mu_y)}{S \sqrt{\frac{1}{n_x} + \frac{1}{n_y}}} \sim t_{n_x+n_y-2}$$

$$S = \sqrt{\frac{(n_x - 1)S_x'^2 + (n_y - 1)S_y'^2}{n_x + n_y - 2}}$$

Neste caso, as hipóteses nulas a serem testadas podem ser representadas como segue:

$$H_{n1} : \mu_{\text{VolatilidadeAçõesBrasil}} = \mu_{\text{VolatilidadeAçõesAlemanha}}$$

$$H_{n2} : \mu_{\text{VolatilidadeAçõesSegmentosBrasil}} = \mu_{\text{VolatilidadeAçõesSegmentosAlemanha}}$$

A formulação dessas hipóteses foi conjecturada para analisar se existe diferença de desempenho no retorno médio das ações do Brasil em comparação com as da Alemanha. Nesse caso, a estatística apresentada é definida como a razão da diferença entre as médias da amostra e seu erro padrão. O erro padrão é uma estimativa da diferença entre médias a ser esperada por conta de erro amostral. Se a diferença real entre as médias de grupos é suficientemente maior do que o erro padrão, conclui-se que essas diferenças são estatisticamente significantes.



outras palavras, uma variável estatística é testada quanto à igualdade. Hair et al (2009) apontam que em análise multivariada de variância há duas variáveis estatísticas, uma para as variáveis dependentes e outra para as independentes. Os autores asseveram que a variável estatística de variáveis dependentes é de maior interesse porque as medidas dependentes métricas podem ser reunidas em uma combinação linear. Pode-se dizer, com Hair et al (2009, p. 309) que o “aspecto único de MANOVA é que a variável estatística combina de maneira ótima as múltiplas medidas dependentes em um único valor que maximiza as diferenças ao longo dos grupos”.

Dessa forma, na abordagem multivariada, a hipótese nula testa a igualdade de médias dos vetores referente às  $p$  variáveis dependentes entre  $n$  grupos, em contrapartida à hipótese alternativa de que pelo menos dois grupos apresentam vetores de médias diferentes como segue:

$$H_0: \begin{pmatrix} \mu_{11} \\ \mu_{21} \\ \cdot \\ \cdot \\ \mu_{p1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \mu_{12} \\ \mu_{22} \\ \cdot \\ \cdot \\ \mu_{p2} \end{pmatrix} = \dots = \begin{pmatrix} \mu_{1n} \\ \mu_{2n} \\ \cdot \\ \cdot \\ \mu_{pn} \end{pmatrix}$$

Para este estudo em particular, a formulação das hipóteses nulas pode ser assim demonstrada:

$$H_{n1}: \begin{pmatrix} \mu_{\text{ano2005, Brasil}} \\ \mu_{\text{ano2006, Brasil}} \\ \mu_{\text{ano2007, Brasil}} \\ \mu_{\text{ano2008, Brasil}} \\ \mu_{\text{ano2009, Brasil}} \\ \mu_{\text{ano2010, Brasil}} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \mu_{\text{ano2005, Alemanha}} \\ \mu_{\text{ano2006, Alemanha}} \\ \mu_{\text{ano2007, Alemanha}} \\ \mu_{\text{ano2008, Alemanha}} \\ \mu_{\text{ano2009, Alemanha}} \\ \mu_{\text{ano2010, Alemanha}} \end{pmatrix}$$

$$H_{n2}: \left( \begin{array}{l} \mu_{\text{ano2005, SegmentosBrasil}} \\ \mu_{\text{ano2006, SegmentosBrasil}} \\ \mu_{\text{ano2007, SegmentosBrasil}} \\ \mu_{\text{ano2008, SegmentosBrasil}} \\ \mu_{\text{ano2009, SegmentosBrasil}} \\ \mu_{\text{ano2010, SegmentosBrasil}} \end{array} \right) = \left( \begin{array}{l} \mu_{\text{ano2005, SegmentosAlemanha}} \\ \mu_{\text{ano2006, SegmentosAlemanha}} \\ \mu_{\text{ano2007, SegmentosAlemanha}} \\ \mu_{\text{ano2008, SegmentosAlemanha}} \\ \mu_{\text{ano2009, SegmentosAlemanha}} \\ \mu_{\text{ano2010, SegmentosAlemanha}} \end{array} \right)$$

Um caso específico de MANOVA refere-se às medidas repetidas. A análise multivariada de variância com medidas repetidas é destinada, segundo Fávero et al (2009), a testar a existência de diferenças significativas entre grupos quando há aplicações de tratamentos sucessivos sobre a mesma amostra. Os autores afirmam que, dessa forma, torna-se uma ferramenta estatística importante para testar o desempenho de objetos/eventos de interesse.

Os testes pareados usuais de comparação de médias consistem na apuração das diferenças entre as observações, sendo averiguado se estas possuem diferenças significativas entre os grupos de interesse. No entanto, uma dificuldade dessa técnica apontada por Fávero et al (2009) reside no fato de que tal diferença não representa um bom indicador para inferir diferenças significativas entre os grupos, tendo em vista que se trata de medidas repetidas de vários tratamentos aplicados à mesma amostra, o que significa uma potencial existência de inter-relações entre seus efeitos. Por isso, como alternativa, pode-se calcular as médias de cada observação em relação às variáveis dependentes para utilização em conjunto com as variações individuais de cada tratamento, como parâmetro de comparação.

Fávero et al (2009) afirmam que a técnica de medidas repetidas assume o pressuposto de esfericidade, que prevê variâncias iguais e ausência de correlação entre as variáveis dependentes.

Por conseguinte, para avaliar a hipótese global de igualdade de médias em função da combinação entre as variáveis dependentes e independentes, são utilizados os testes de Pillai's Trace, Wilks' Lambda, Hotelling's Trace e Roy's Largest Root, cujas formulações são apresentadas a seguir:

$$\begin{aligned}
 \text{Pillai's Trace} &= \sum_{i=1}^k \frac{\lambda_i}{1 + \lambda_i} \\
 \text{Wilks' Lambda} &= \prod_{i=1}^k \frac{1}{1 + \lambda_i} \\
 \text{Hotelling's Trace} &= \sum_{i=1}^k \lambda_i \\
 \text{Roy's Largest Root} &= \frac{\lambda_{\max}}{1 + \lambda_{\max}}
 \end{aligned}$$

Conforme Hair et al (2009), o teste Roy's Largest Root mede as diferenças apenas quanto à primeira função discriminante entre as variáveis dependentes. Este teste é mais adequado quando as variáveis dependentes estão fortemente inter-relacionadas em uma única dimensão, mas também é a medida mais facilmente afetada por violações das suposições. O Wilks' Lambda é usado para testar significância geral entre grupos em uma situação multivariada e considera todas as funções discriminantes. Apesar de tal teste ser complexo, há boas aproximações disponíveis para teste de significância que o transforma em uma estatística F. Já os testes de Pillai's Trace e o Hotelling's Trace são semelhantes ao Wilks' Lambda por considerarem todas as raízes características e poderem ser aproximadas por uma estatística F. Estes dois testes são as medidas preferidas quando as considerações básicas de planejamento são atendidas. Especificamente, o Pillai's Trace é tido como o mais robusto e deve ser utilizado se o tamanho da amostra diminui, se surgem células com tamanhos distintos, ou se a homogeneidade de covariância for violada.

### 5.5.3 Teste de Normalidade, Homocedasticidade e Linearidade

Das premissas e/ou suposições necessárias para a utilização do Teste *T* de *Student* e validação da MANOVA a de normalidade é a mais fundamental. Essa suposição refere-se, conforme Hair et al (2009), à forma de distribuição de dados para uma variável métrica individual e sua correspondência com a distribuição normal – o padrão de referência para métodos estatísticos.

Hair et al (2009) ponderam sobre a necessidade de testar as suposições estatísticas, mormente em aplicações multivariadas por duas características da análise multivariada:

- A complexidade das relações, face ao grande número de variáveis, torna as distorções potenciais e vieses mais significativos quando as suposições são violadas;
- A complexidade das análises e dos resultados pode mascarar os sinais de violações de suposições.

Favero et al (2009) apontam que qualquer combinação linear de variáveis dependentes deve seguir uma distribuição normal e todo subconjunto de variáveis deve apresentar distribuição normal multivariada. Nesse sentido, todos os testes estatísticos resultantes serão inválidos se a variação em relação à distribuição normal é suficientemente grande.

Os testes estatísticos utilizados para avaliar a normalidade foram o de Shapiro-Wilks (SW) e uma modificação do teste de Kolmogorov-Smirnov (KS). Ambos calculam o nível de significância para as diferenças em relação a uma distribuição normal. Esses testes, segundo Hair et al (2009) são menos úteis em amostras pequenas e muito sensíveis em amostras grandes.

Todavia, considerando essas duas condicionantes dos testes SW e KS, optou-se, ainda, pela utilização dos resultados de Simetria e Curtose para avaliação da normalidade dos dados, menos sensíveis comparativamente aos testes SW e KS.

Para Fávero et al (2009, p. 112), o teste de Kolmogorov-Smirnov (KS) “é um teste de aderência que compara a distribuição de frequência acumulada de um conjunto de valores observados da amostra com uma distribuição esperada ou teórica, com objetivo de determinar se uma amostra é proveniente de uma população com distribuição normal”.

A estatística do teste é dada por:

$$D_{cal} = \max\{|F_{esp}(X_i) - F_{obs}(X_i)|; |F_{esp}(X_i) - F_{obs}(X_{i-1})|\}, \text{ para } i = 1, \dots, n$$

Em que:

$F_{esp}(X_i)$  = frequência relativa acumulada esperada na categoria i

$F_{obs}(X_i)$  = frequência relativa acumulada observada na categoria i

$F_{obs}(X_{i-1})$  = frequência relativa acumulada observada na categoria i-1

Conforme Fávero et al (2009), o teste de Shapiro-Wilks (SW) também testa a normalidade da variável em estudo, sendo mais apropriado para pequenas amostras em detrimento do teste KS. A estatística de SW é dada por:

$$W_{cal} = \frac{b^2}{\sum_{i=1}^n (X_i - \chi)^2}, \text{ para } i = 1, \dots, n$$

$$b = \sum_{i=1}^{N/2} a_{n-1+1} (X_{n-1+1} - X_i)$$

Em que:

$X_i$  = valores da variável X dispostos em ordem crescente ( $X_1 \leq X_2 \leq \dots \leq X_n$ )

$\chi$  = média de X

$a_i$  = constantes geradas a partir da média, variância e covariância de n ordens com a distribuição normal reduzida N(0,1)

Tanto para o KS quanto para o SW, a hipótese nula afirma que a amostra provém de uma distribuição normal, enquanto a hipótese alternativa afirma que a amostra não provém de uma distribuição normal.

Para a medida de simetria, utilizou-se do coeficiente de assimetria de Fisher que, segundo Maroco (2007), é calculado a partir do terceiro momento em torno da média:

$$g_1 = \frac{n^2 M_3}{(n-1)(n-2)S^3}$$

Em que:

$$M_3 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - X)^3}{n}$$

A medida de curtose foi dada por meio do coeficiente de achatamento de Fisher, calculada, segundo Maroco (2007) a partir do quarto momento em torno da média:

$$g_2 = \frac{n^2(n+1)M_4}{(n-1)(n-2)(n-3)S^4} - 3x \frac{(n-1)^2}{(n-2)(n-3)}$$

Em que:

$$M_4 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - X)^4}{n}$$

Segundo Kline (2005), para que haja aceitação de normalidade por meio das medidas de simetria e curtose, os valores de simetria devem ser menores que 3 e, de curtose, menores que 8.

A rigor, os dados desta pesquisa não foram validados pelos testes SW e KS. Por isso, e sabendo que esses testes são poucos flexíveis, os dados também foram submetidos aos testes de Simetria e Curtose, considerados por Hair et al (2009) mais flexíveis. Os testes de Simetria e Curtose validaram os dados utilizados na pesquisa, conferindo, portanto, normalidade a eles. Confere-se, nesse sentido, aceitação da normalidade multivariada quando todas as distribuições univariadas forem consideradas normais; e/ou quando qualquer distribuição conjunta de variáveis também for considerada normal; e/ou todos os gráficos de dispersão de pares de variáveis forem considerados lineares e homocedásticos. Portanto, os dados de volatilidade das ações de Brasil e Alemanha não violam as premissas de normalidade, validando o uso da MANOVA.

A segunda suposição envolvendo análise multivariada de variância refere-se à homocedasticidade, suposição de que as variáveis dependentes exigem níveis iguais de variância ao longo do domínio da (s) variável (is) preditora (s). A homocedasticidade é desejável porque a variância da variável dependente sendo explicada na relação de dependência não deveria se concentrar apenas em um domínio limitado dos valores independentes (HAIR et al, 2009).

Hair et al (2009) aponta que o objetivo é de garantir que a variância usada na explicação e previsão esteja distribuída no domínio de valores, permitindo assim um teste justo da relação entre todos os valores das variáveis não métricas. Os testes estatísticos usados para verificar a premissa de homocedasticidade avaliam a igualdade de variâncias dentro de grupos formados por variáveis não métricas. O teste de Levene é o mais comum, e usado para avaliar se as variâncias de uma única variável métrica são iguais em qualquer número de grupos.

Nesse caso, a hipótese nula afirma que as variâncias populacionais, estimadas a partir de  $k$  amostras representativas, são homogêneas ou iguais. A hipótese alternativa afirma que pelo menos uma variância populacional é diferente das demais.

A estatística do teste de Levene é dada por:

$$W_{cal} = \frac{(N-k)}{(k-1)} \cdot \frac{\sum_{i=1}^k n_i (Z_i - Z)^2}{\sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_j} (Z_{ij} - Z)^2} \sim F_{k-1, N-K, \alpha}$$

Em que:

$n_i$  = dimensão de cada uma das  $k$  amostras ( $i = 1, \dots, k$ )

$N$  = dimensão da amostra global ( $N = n_1 + n_2 + \dots + n_k$ )

$Z_{ij} = |X_{ij} - \chi_i|$ ,  $i = 1, \dots, k$  e  $j = 1, \dots, n_j$

$X_{ij}$  = observação  $j$  da amostra  $i$

$\chi_i$  = média da amostra  $i$

$Z_i$  = média de  $Z_i$  na amostra  $i$

$Z$  = média de  $Z_i$  na amostra global

Se mais do que uma variável métrica está sendo testada, de forma que a comparação envolve a igualdade de matrizes de variância/covariância, o teste  $M$  de Box é aplicável. Fávero et al (2009) entendem que, além do  $M$  de Box, os testes de Bartlett's, Cochran's e Hartley's  $F_{\max}$  pressupõe normalidade multivariada, sendo muito sensíveis à violação dessa premissa.

Os dados deste estudo também foram submetidos ao teste de Levene e não violaram o pressuposto de análise para nenhuma das combinações de dados analisadas.

Por fim, a última suposição a ser analisada, implícita em todas as técnicas multivariadas e baseadas em medidas correlacionais de associação, é a linearidade. O modo mais comum de avaliar a linearidade é examinar diagramas de dispersão das variáveis e identificar qualquer padrão não linear nos dados. Caso uma relação não linear for detectada, a abordagem mais direta é transformar uma ou duas variáveis de modo a obter linearidade.

### 5.5.4 Observações Atípicas

Segundo Hair et al (2009, p. 77), observações atípicas “são observações com uma combinação única de características identificáveis como sendo notavelmente diferentes das outras observações”. Os autores afirmam que tais características são consideradas como valores incomuns em uma variável, em função de ser alto ou baixo, ou então uma combinação ímpar de valores ao longo de diversas variáveis que tornam a observação marginal em relação às outras.

Conforme Hair et al (2009), a análise de variância multivariada é especialmente sensível a observações atípicas e seu impacto sobre o erro tipo I. Uma vez que o impacto dos valores atípicos, se retirados da análise, sobre os resultados gerais será desproporcional, os autores sugerem que sejam, a princípio, examinados os dados em busca de observações atípicas e eliminá-las da análise.

Os dados de volatilidade das ações do Brasil e Alemanha apresentaram um número considerável de valores atípicos, causando viés na condução da análise de variância multivariada. Uma vez que sua permanência na base de análise causaria violação nos pressupostos de normalidade e homocedasticidade (discutidos no item 5.5.1) para determinadas variáveis dependentes, optou-se pela identificação de tais valores e consequente exclusão da base de dados.

Justifica-se tal exclusão, além da supracitada violação de normalidade e homocedasticidade, por entender tais valores como uma classe de eventos extraordinários, o que explica a peculiaridade da observação. Caso não sejam excluídos, mudarão o padrão dos resultados. Nesse caso, portanto, a opção pela exclusão deu-se pelo entendimento de que tais dados não se ajustam ao propósito da pesquisa. Consoante ao fato de que a exclusão de tais observações não gera impactos desproporcionais, sua permanência na base de dados incumbiria a necessidade de se proceder a transformações dos dados para atender aos pressupostos da análise multivariada. Porém, a transformação dos dados poderia causar viés na interpretação dos resultados. Haja vista ter-se utilizado dos horizontes longitudinais tanto em escalas anuais quanto semestrais, para as primeiras foram identificados 64 casos de valores atípicos, e para as segundas, 83 casos. O procedimento para identificação desses valores foi por meio da rotina de valores discrepantes ou extremos, disponível no SPSS 20.0. O critério de exclusão

deu-se em função dos maiores e menores valores extremos. Ambos foram eliminados da análise pelos motivos já mencionados.