

1. Introdução

A falta de transparência das firmas e sua conduta nem sempre correta com acionistas minoritários vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves conseqüências para a eficiência da economia como um todo. Bons projetos deixam de ser financiados quando a firma não se compromete com a proteção dos interesses dos seus investidores.

Apesar da 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 como institucionais, de promover mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários.

Em vista disso, a BOVESPA lançou a idéia da criação de um Novo Mercado, bolsa onde só seriam negociados papéis de empresas que aderissem a melhores regras de proteção aos acionistas minoritários e de maior transparência em suas contas. Inspirado na idéia do *Neuer Markt* alemão, esse projeto da BOVESPA teve como meta um melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, dando, sobretudo, maior destaque aos esforços da firma na melhoria da sua relação com seus investidores. Esse processo seria representativo da idéia de “convergência funcional”, exposta por Coffee (1999) e que se baseia na mudança de regras dentro dos próprios mercados sem a necessidade de alterações de caráter legal.

Na verdade, a idéia de convergência funcional não é consensual na literatura. Como Grossman e Hart (1986) apontaram, a dificuldade (ou até mesmo a impossibilidade) de se escrever contratos que determinem ações para cada estado da natureza requer um aparato legal que complete lacunas que são de grande relevância para o bom funcionamento do mercado de capitais. Caso a legislação seja falha para a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, haveria redução na eficácia dos contratos privados. De acordo com este mesmo

raciocínio, Johnson e Shleifer (2001) afirmam que não há clara evidência de que uma forte proteção ao investidor surja espontaneamente através de contratos privados ou de instituições políticas. O aumento da proteção dos investidores minoritários deveria estar, necessariamente, associado à instituição de sólidas regras internas de regulação e de transparência, que assegurariam melhor respaldo do poder judiciário na resolução de possíveis conflitos. É dentro desse contexto que a discussão de uma nova Lei das S.A. deve ser entendida. A idéia é diminuir o poder de barganha do controlador em relação aos demais acionistas da firma.

O objetivo desta dissertação é analisar a eficácia dos mecanismos de contratos privados como provedores de maior comprometimento da firma com práticas mais rígidas de governança. Para tanto, investigaremos uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2001. Tal amostra é adequada para este estudo por várias razões. Em primeiro lugar, esse tipo de análise é particularmente interessante para um país como o Brasil, devido ao pouco rigor de sua legislação financeira e ao reduzido poder de cumprimento desta, ou seja, à existência de lacunas jurídicas. Em segundo lugar, como o plano de privatizações do governo promoveu modificações essenciais na legislação societária entre os anos de 1997 e 1999, a amostra abre oportunidades para se avaliar a relevância de possíveis alterações no conteúdo da lei, que seria, em última instância, responsável pela imposição normativa dos princípios básicos e gerais de proteção dos acionistas minoritários. Finalmente, durante esse período, diversas empresas brasileiras adotaram, voluntariamente, instrumentos mais rígidos de proteção aos acionistas minoritários. Um bom exemplo é o lançamento de ADR's (*American Depositary Receipts*) com níveis diferenciados de governança corporativa.

A metodologia a ser seguida estará centrada na observação de características das firmas no que diz respeito a suas práticas de governança e a existência ou não de contratos privados para assegurar maior proteção aos acionistas minoritários. Para tanto, dois tipos de testes serão feitos. No primeiro, a amostra em estudo será dividida em dois grupos de acordo com a diluição dos recursos da firma imposta aos acionistas minoritários. Este teste relacionará

diluição dos acionistas minoritários ao pagamento de dividendos, sendo assim coerente com a literatura em governança corporativa.¹

As boas práticas de governança da firma determinam não apenas os incentivos dos controladores em diluir os minoritários mas também que ações os controladores tentarão implementar para restringir tais incentivos. Caso os contratos privados sejam realmente eficientes para a proteção dos interesses dos investidores externos, devemos encontrar relação entre a divisão proposta e o fato da firma estar (a) listada em bolsas americanas com regras mais rígidas de governança (através do lançamento de ADR's que imponham práticas de boa governança); (b) presente no grupo de Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA ou (c) submetida a uma auditoria de boa reputação que lhe garanta uma maior transparência de seus negócios.

O principal resultado encontrado para esse primeiro teste é que os contratos privados podem ser importantes para a conduta da firma quando, de fato, impõem regras mais rígidas de governança corporativa e de transparência da firma. O lançamento de ADR Nível II afetou positivamente a probabilidade de uma firma pertencer ao grupo que dilui menos os acionistas minoritários, enquanto a presença de uma auditoria de boa reputação não pareceu ser eficiente. A simples listagem de uma empresa brasileira no mercado americano através de ADR Nível I, cujo lançamento não faz maiores exigências para regras de governança e transparência, não foi associada a melhoria na sua conduta.

No segundo teste, foi explorada a eficácia desses mesmos contratos privados para as firmas brasileiras em situações extremas, tais como as vivenciadas durante a Crise Asiática, o choque da desvalorização do Real (janeiro de 1999) e, finalmente, durante a crise de 11 de Setembro. Seguindo a metodologia de Johnson et al (2000), foi feita uma análise sobre o impacto de práticas mais rígidas de governança corporativa sobre a performance da firma em momentos de choques inesperados de retorno. O modelo destes autores implica que, nos momentos de choques negativos de retorno, as boas práticas de governança corporativa diminuem o efeito negativo da crise sobre o valor da firma. Dada a reconhecida falta de proteção oferecida pela legislação brasileira em

¹ Veja, por exemplo, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney (2000b).

ambientes de crises e incertezas, a amostra desse trabalho, mais uma vez, se mostra eficiente para um estudo com este foco.

Os resultados desta dissertação mostram que as características das firmas relacionadas com suas governanças afetaram diretamente o diferencial de retorno durante os períodos de crises estudados. Em choques negativos, como o da Crise Asiática e da Crise de 11 de Setembro, empresas com melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos. Enquanto isso, perante um choque positivo, como o da desvalorização do Real, essas mesmas boas características proporcionaram um menor retorno relativo para as firmas. Isto é, encontrou-se evidência robusta de que as boas características de governança diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choques de retorno. A relevância dos contratos privados durante situações extremas também foi comprovada pelo fato de empresas participantes do grupo diferenciado da BOVESPA ou que estavam listadas nos programa ADR (de Níveis II e III) apresentaram, respectivamente, 6% e 7% de retorno relativo maior durante a Crise de 11 de Setembro.

Se a importância dos contratos privados foi constatada empiricamente por esta dissertação, o aspecto legal também teve respaldo dos dados. Nos dois tipos de testes, para o período de 1997 a 1999, no qual a legislação societária brasileira se encontrou fragilizada, constatou-se uma maior relevância da variável de discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista para a conduta e performance da firma. Este seria um indício de que os aspectos relacionados com o conflito de interesses entre o acionista controlador e os demais minoritários da firma dependeriam do rigor da legislação em vigor. Adicionalmente, esse resultado sugere que uma nova alteração da Lei das S.A. poderá trazer ganhos para os acionistas minoritários, complementando os benefícios advindos de mecanismos privados como ADR's e regulamentações de bolsas de valores como o Novo Mercado.

Este trabalho ratifica e complementa estudos recentes sobre governança corporativa e conduta da firma. Lins, Strickland e Zenner (1999), por exemplo, estudaram como o lançamento de ADR's pode afetar a sensibilidade do investimento das firmas em relação aos seus recursos internos. Os autores

encontraram uma significativa redução dessa sensibilidade após o lançamento de ADR's para as empresas oriundas de países de baixa proteção aos acionistas. Diante de um subsequente aumento da participação de fontes externas para o financiamento dos projetos destas firmas, haveria evidência de melhoria nas suas práticas de governança. Um outro estudo, mais geral, sobre a integração de mercados e seus efeitos sobre o preço dos ativos, foi feito por Miller (1999). O autor examinou o impacto da listagem de ações de firmas em mercados externos e encontrou retornos anormais positivos em torno da data de anúncio, o que suportaria a evidência de que há benefícios nesses processos. Companhias que lançaram ADR's de Nível II ou III tiveram retornos anormais ainda maiores, sendo que as empresas que lançaram em Nível I praticamente não tiveram retornos anormais significativos.

Por fim, a evidência empírica dessa dissertação também vai ao encontro do trabalho feito por Reese e Weisbach (2002), no qual os autores extraem o efeito governança das outras motivações da firma para a sua listagem em bolsas americanas, tais como o interesse em aumentar a liquidez da ação, em uma maior visibilidade da empresa ou em aproveitar vantagens tributárias. Reese e Weisbach testaram duas motivações para a listagem de uma firma estrangeira em bolsas americanas: desejo de ter acesso a novos mercados ou intenção de aumentar a proteção aos seus acionistas minoritários. Para tal, dividiram a amostra em duas regiões de acordo com o rigor adotado em relação às práticas de governança corporativa. Encontraram que as firmas de países onde a capacidade de expropriação do minoritário era alta tendiam a aumentar a frequência de lançamento de novas ações domesticamente, enquanto que as firmas de países de maior proteção utilizavam o próprio mercado americano para tal. Isto comprovaria o interesse das firmas de países de menor proteção em utilizar o lançamento de ADR's Níveis II e III para aumentar o seu padrão de governança, possibilitando novas captações no seu mercado doméstico, enquanto que as firmas das regiões de maior proteção estariam mais voltadas para a conquista de novos mercados.

Essa dissertação contará com mais 5 seções. Na seção 2, será discutida a questão dos contratos privados (eficácia e mecanismos de cumprimento) e a importância legal. Na seção 3 serão apresentadas a teoria subjacente aos testes empíricos e suas respectivas metodologias. Na seção 4 serão descritos os períodos

e as variáveis utilizadas nas regressões. A seção 5 apresenta os principais resultados e, por último, a seção 6 apresenta os comentários finais.