

# A COMPANHIA ABERTA NO NOVO MERCADO: RUMO A DISPERSÃO DE CAPITAL?

Rafael Rocha de Macedo<sup>1</sup>

O presente trabalho faz uma breve análise da história do Mercado de Capitais no Brasil para em seguida traçar as perspectivas contemporâneas desse importante instrumento de financiamento da atividade empresarial. Aborda o surgimento e o desenvolvimento do segmento especial de listagem do Novo Mercado, e a despeito do arquétipo tradicional das sociedades de capital aberto de capital concentrado prevalentes na economia Brasileira, indica o crescimento de companhias orientadas pelo *shareholder oriented model*, característico dos Estados Unidos, que permite o maior desenvolvimento do Mercado de Capitais, pautado em regras de governança corporativa.

## INTRODUÇÃO

A essência do direito comercial é não estatal. Surgiu inicialmente como um direito consuetudinário aplicável àqueles matriculados em corporações de mercadores cujos critérios para sua aplicação estavam relacionados a vinculação do *sujeito* à corporação.

Muito embora a disciplina tenha variado ao longo do tempo, seu viés histórico o afasta das construções meramente teóricas e alheias à realidade, na medida em que constitui um instrumento normativo de aperfeiçoamento do tráfego negocial, reflexo dos valores concretizados de uma determinada sociedade.<sup>2</sup>

Na história ocidental a partir do século XI, observa-se na Europa a intensificação das relações de comércio com o surgimento de cidades comerciais, motivadas pela redução das invasões bárbaras. Naquele contexto econômico era a figura do mercador quem individualmente organizava as relações de capital e trabalho, e pessoalmente respondia pelos riscos da atividade negocial.

Com o incremento das relações econômicas, e sobretudo após a revolução industrial, desenvolveu-se a companhia, sob o arquétipo contemporâneo caracterizado pela personalidade jurídica própria, responsabilidade limitada, autonomia negocial, divisão do capital social em ações de fácil negociação e gestão delegada sob uma estrutura de

---

<sup>1</sup> Professor de Direito Empresarial da Pontifícia Universidade Católica de Goiás nos cursos de Graduação e Pós-Graduação. Mestre em Direito Político e Econômico pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Doutorando em Teoria Geral e Filosofia do Direito na Universidade de São Paulo.

<sup>2</sup> Neste sentido afirma Calixto Salomão Filho: O direito vê o conhecimento jurídico de maneira profundamente diversa das ciências sociais. Enquanto para estas o conhecimento é algo eminentemente empírico, seja ele teórico como querem os marxistas dogmáticos e os neoclássicos, ou prático com quer Hayek, para os teóricos do direito o conhecimento é algo eminentemente valorativo. (O novo direito societário, 4a ed., São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 18

administração, características capazes de proporcionar maior eficiência econômica, em especial no interesse dos investidores.

Havendo consenso quanto ao arquétipo societário, a doutrina contemporânea, tem se debruçado sobre o dualismo verificado entre os sistemas de controle de capital concentrado e disperso das companhias, preocupação que posta no direito brasileiro, ganha relevância na medida em que se pretende desenvolver o mercado de capitais, enquanto instrumento de financiamento empresarial, em um contexto de ampla uniformização procedimental motivado pela globalização econômica.

Vários autores sustentam que o sistema de capital disperso, como o existente nos Estados Unidos e no Reino Unido, seria o mais adequado ao desenvolvimento do mercado de capitais e ampliação do financiamento empresarial, em detrimento do sistema de controle concentrado, característico em vários países da Europa, Brasil, Japão e Alemanha, com sua variável caracterizada pela concentração, sob a roupagem do *labor oriented model*. Há quem sustente inclusive, o fim da história do direito societário, a partir do triunfo do modelo caracterizado pela dispersão acionária e proteção dos acionistas minoritários (*shareholder-oriented model*) sobre os demais existentes.<sup>3</sup>

Os defensores do *shareholder-oriented model* partem da premissa de que o modelo de capital concentrado permite ao controlador utilizar seu poder de controle para de forma abusiva e ilegal, expropriar resultados que seriam distribuídos aos acionistas minoritários, diante do baixo nível de proteção conferido a essa categoria de acionista. Outras formas de expropriação estariam relacionadas a implementação de projetos ineficientes que atendem interesses particulares dos controladores, salários excessivamente altos, emprego de familiares não qualificados, entre outras possíveis.

É intuitivo portanto, afirmar que diante do baixo nível de proteção aos acionistas minoritários, a companhia caracterizada pelo controle concentrado, teria que recorrer a outras fontes de recursos, geralmente mais caras que o mercado de capitais, para financiar sua atividade empresarial, o que geraria ineficiências do ponto de vista da economia.

Assim, o modelo de dispersão acionária tem emergido como uma espécie de consenso, em especial na doutrina norte-americana, não somente pela falência das demais alternativas, mas também porque as forças do mercado teriam privilegiado o referido modelo por razões de ordem lógica, associadas a um maior empenho de todos os acionistas na maximização dos

---

<sup>3</sup> Para Henry Hansmann e Reinier Kraakman, é possível afirmar que após a Segunda Guerra Mundial, o modelo societário caracterizado pela dispersão acionária com a primazia dos interesses dos investidores e proteção dos acionistas minoritários, o qual denominam de *standard model*, característico nos Estados Unidos e Reino Unido triunfou sobre os demais. *In The end of history for corporate law*. Georgetown Law Journal, n. 89, p. 439, 2001.

lucros da companhia; pela possibilidade de captação de recursos no mercado de capitais, geralmente por um custo menor que as alternativas bancárias mais tradicionais; e pelo fato de que efetivamente, as companhias dos Estados Unidos e Reino Unido, caracterizadas pela dispersão acionária estão entre as maiores do mundo.

Não obstante às razões comumente enumeradas pelos defensores do *shareholder-oriented model*, ou mesmo a defesa do fim do direito societário com a prevalência do referido modelo, a persistência das diferenças entre os sistemas societários nos vários países é uma realidade, motivada por vários fatores: tradição legal, formação histórica e econômica, influência política de grupos de interesse, custos de agência, aspectos culturais, peculiaridades de determinados mercados ou por vontade do controlador de permanecer no controle.

A existência de alternativas de financiamento mais vantajosas que o mercado de capitais, ou a simples vontade do controlador de manter o seu poder de controle, a despeito de eventuais ineficiências, também são fatores passíveis de estimular os sistemas de capital concentrado. Soma-se às referidas motivações, um aspecto de grande importância, qual seja a ausência de elementos conclusivos de que a diferença entre os padrões de propriedade acionária, sejam um elemento condicionante para uma maior ou menor eficiência econômica.

A estrutura societária predominante nas companhias de capital aberto brasileiras é caracterizada pela concentração acionária, embora seja possível verificar uma série de elementos indicadores de convergência com o direito societário de outros países. Na maioria das companhias brasileiras de capital aberto há a presença de um acionista ou grupo controlador, muitas vezes familiar, titular de direitos societários passíveis de dirigir e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.<sup>4</sup>

Conforme será analisado adiante, o sistema de controle concentrado e a limitação do mercado de capitais enquanto instrumento de captação de recursos no Brasil pode ter decorrido de vários fatores. Não obstante o longo período de fechamento econômico e a implementação de iniciativas frustradas para o fomento do mercado de capitais, historicamente o Estado Brasileiro tem atuado diretamente na economia como acionista de muitas sociedades, com grande influência societária, por meio da indicação da administração de fundos de pensões das estatais e do BNDES.

É possível que com o progressivo afastamento do Estado da Economia, o mercado de capitais seja privilegiado sob maior destaque como fonte de financiamento da atividade empresarial.

---

<sup>4</sup> B. Black, A. G. De carvalho e E. Gorga. The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. Revista Brasileira de Finanças, vol. 7, pp. 385-428, 2009.

Destaca-se ainda a concepção de alguns autores como La Porta, Lopez-de-Silanos, Shleifis e Vishny, que afirmam haver uma relação entre o sistema jurídico romano-germânico e a cultura de controle concentrado, em oposição de haver uma relação entre o *common law* e os sistemas de capital disperso.<sup>5</sup>

Ainda que a concentração acionária seja uma característica contemporânea das sociedades anônimas brasileiras de capital aberto, existem evidências significativas de mudanças nos padrões de propriedade acionária no Brasil, motivadas pela instituição do segmento de listagem do Novo Mercado na BM & FBovespa, caracterizado pelo incremento das práticas de governança corporativa.

A crescente adesão do número de companhias no Novo Mercado e o aumento de IPOs são reflexos desse novo momento. Somam-se a essas evidências um processo de aquisição hostil ocorrido em 2006 e a crescente inclusão de mecanismos de defesa de controle (*poison pills*) nos estatutos das companhias, aspectos configuram indicadores de dispersão do controle acionário.

Mesmo com o crescimento do Novo Mercado, há que se considerar que boa parte das maiores companhias brasileiras continuam fora do novo mercado, e dos segmentos de listagem intermediários, Nível 1 e Nível 2, também caracterizados pelo incremento dos padrões de governança corporativa.

Referida realidade revela haver no momento, uma dicotomia no mercado acionário brasileiro, entre companhias que adotam melhores padrões de governança corporativa e com maior dispersão acionária e outras caracterizadas pelo controle concentrado, situadas fora dos segmentos especiais de governança.

A referida dicotomia toca o cerne do presente estudo, que tem como objeto a análise da companhia aberta no Novo Mercado e suas perspectivas no que tange à concentração ou dispersão de capital.

A pesquisa está dividida em três partes: O primeiro capítulo se ocupa da história do mercado de capitais do Brasil, à partir do Código Comercial Brasileiro de 1850 até a mais recente fenomenologia caracterizada pela maior dispersão acionária das companhias abertas do Novo Mercado. O segundo capítulo faz uma análise do núcleo formador do controle acionário no Brasil, e faz um breve panorama de alguns aspectos das companhias abertas no que toca a concentração acionária. O terceiro capítulo faz uma breve cronologia de alguns

---

<sup>5</sup>La Porta, Lopez-de-Silanos, Shleifer e Vishny. Legal determinants of external finance. Journal of Finance n. 53, p. 1131-1150,1997.

fatos importantes a partir da instituição do Novo Mercado e traz algumas perspectivas para futuro da companhia aberta brasileira no que se refere aos padrões de controle acionário.

## **1. BREVE HISTÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL, ATÉ A MAIS RECENTE FENOMENOLOGIA DO CONTROLE DISPERSO DAS COMPANHIAS ABERTAS.**

O Novo Mercado é a grande novidade do mercado de capitais brasileiro, deriva de uma criação pré-fabricada, conduzida pela iniciativa privada, que traz a perspectiva de maior dispersão acionária, desenvolvimento do mercado de capitais e alternativa de financiamento de baixo custo para a atividade empresária exercida pelas sociedades anônimas de capital aberto.

A história do mercado de capitais do Brasil tem uma longa trajetória, iniciada em 1850 com a introdução da sociedade anônima no Código Comercial Brasileiro. Por meio da estrutura societária de ações, pretendeu-se criar um instrumento capaz de atender as necessidades de recursos dos empresários desprovidos de capacidade financeira pra investir.

O referido diploma não detalhava o funcionamento da sociedade anônima. Os cinco artigos que regulavam a sociedade se limitavam a descrever em parâmetros gerais sua forma de constituição, cabendo aos atos constitutivos a disciplina de questões relacionadas aos direitos dos acionistas, mecanismos de gestão, entre outros. As ações, passíveis de transferência por meio de endosso, poderiam ser negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Dez anos após a promulgação do Código Comercial, a Lei 1.083, também conhecida como “Lei dos Entraves”, institui a primeira reforma de natureza societária aplicável às companhias. Naquele contexto, o Estado passa a ser juiz da existência de novas companhias e a compra e venda das ações passa a ser permitida somente por escrito.

A Lei 3.150 de 1882 regulou o estabelecimento e o funcionamento de sociedades anônimas, cuja organização continuava a prescindir de autorização estatal. Trazia ainda a figura da Assembleia enquanto instância deliberativa e previa responsabilidades à atuação dos administradores.

Em 1932 foi instituído o Decreto 21.536 que permitiu que as sociedades anônimas fossem constituídas com parte do seu capital social composto por ações preferenciais sem direito ao voto. O referido ordenamento não consistiu numa “reforma” do sistema societário,

mas trouxe profundos reflexos na estrutura acionária das companhias, no sentido de promover a concentração acionária.

O sistema de controle concentrado, que já era realidade no país foi incrementado com a nova norma, reflexo de um contexto político econômico mundial bem específico e delineado nas palavras de Francisco Campos, até então Ministro da Justiça, que em sua obra “O Estado Nacional”, afirmou em 1940:

O saneamento das sociedades anônimas só poderá fazer-se mediante a concentração dos poderes e das responsabilidades da gestão em uma única pessoa

...

Outro mal das sociedades anônimas consiste na inércia e no absentismo dos acionistas. Torna-se necessário colocar entre a direção e a assembléia geral de acionistas um conselho de vigilância, entre cujos poderes deliberativos será talvez conveniente incluir o da escolha da administração.<sup>6</sup>

Em 1940 foi promulgado o Dec. Lei 2.627, um novo regulamento para as sociedades por ações, contemplou temas como valores mobiliários, constituição, órgãos societários, concentração, mantendo a estrutura trazida pela legislação anterior que possibilitava a existência de duas categorias de ações: a dos detentores de ações ordinárias e a dos investidores, detentores de ações preferencial sem direito a voto.

As últimas reformas substanciais conduzidas pelo Estado aconteceram a partir de 1964, com a Lei do Mercado de Capitais, que definiu conceitos jurídicos e econômicos de sociedades anônimas de capital aberto e fechado e criou um órgão pioneiro de controle: o Banco Central do Brasil. Posteriormente vieram a Lei 6.404/76 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários.

Originalmente a Lei 6.404/76 previa em seu artigo 15 que o número de ações preferenciais não poderia ultrapassar dois terços do total das ações emitidas. Referido dispositivo que privilegiava claramente a concentração acionária, foi alterado em 2001, que limita o percentual das ações sem voto no patamar de cinquenta por cento das ações emitidas.

A partir de uma análise histórica<sup>7</sup>, é possível verificar que uma série de fatores de várias ordens, inclusive sociológica, cultural e jurídica contribuíram para que o mercado de capitais se tornasse algo dissociado da cultura nacional. Para o cidadão comum não é

---

<sup>6</sup> CAMPOS, FRANCISCO. O Estado Nacional: sua estrutura, seu conteúdo ideológico. Rio de Janeiro: José Olímpio, 1940, p. 236.

<sup>7</sup> Desde os primórdios a economia no Brasil foi voltada para a grande propriedade exportadora, que privilegiou a constituição da típica empresa capitaneada por um “dono” ou por um grupo familiar controlador. As características mais profundas da típica empresa brasileira, que de certa forma perdura até os dias de hoje, foram bem resumidos por Caio Prado Júnior, no ano de 1945 em sua obra História Econômica do Brasil

considerado uma alternativa popular de investimento. Para o empresariado de pequeno e médio porte, também não costuma ser um instrumento viável de captação de recursos e desenvolvimento da atividade econômica.

Importante reconhecer que houveram uma série de iniciativas de ordem estatal com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de capitais, com destaque para a criação do Decreto Lei 157 de 1967, que permitia aos contribuintes utilizar parte do Imposto de Renda para adquirir ações e companhias administradas por instituições financeiras.

Houve por um momento um crescimento do mercado acionário, sob o subsídio do Estado, que ocasionou o crescimento da demanda por ações sem que houvesse o aumento de emissões de novas ações pelas companhias, o que resultou numa forte onda especulativa, incapaz de proporcionar o fortalecimento da atividade empresarial e do mercado de capitais em si.

As medidas artificiais não sofreram os efeitos esperados, sobretudo porque foram implementadas fora do contexto da economia de mercado e não traduziram em benefícios para a atividade empresarial privada. Este ativismo estatal, também não resultou no estabelecimento de relações de confiança com os investidores, necessárias para o aprimoramento do mercado acionário.

Durante as décadas de 1980 e 1990 houve a intensificação do processo de globalização da econômica mundial. A nova dinâmica internacional fez com que o Brasil não apenas adotasse uma nova Constituição, como também um novo modelo de ordem econômica, fundado nos princípios da livre iniciativa e da livre concorrência, com progressivo desaparecimento da figura do Estado Empreendedor.

Neste novo contexto, o Mercado de Valores Mobiliários emerge como patrimônio do país, integrado ao sistema financeiro e fundamental para o desenvolvimento da economia por ser uma alternativa de financiamento da atividade produtiva, função esta que ganha relevo diante do afastamento da participação direta do Estado na economia.

O impacto da nova ordem econômica, associado a vários fatores de ordem histórica e econômica, resultou em visível estagnação no mercado acionário brasileiro. Na década de 1990, o mercado secundário era dominado por ações da extinta Telebrás e as novas emissões se davam por meio de ADRs, em Nova Iorque.

Sob o risco de encerrar suas atividades, e extinguir o mercado de valores mobiliários enquanto alternativa de financiamento da atividade produtiva no país, foi realizado um estudo entre os anos de 1997 e 1999, financiado pela Bovespa com objetivo de aprimorar o mercado de capitais.

O resultado entregue em 1999, acusava a fragilidade dos direitos dos acionistas minoritários, expressa no antagonismo até então verificável na Lei 6.404/76, que permitia a coexistência desproporcional entre dois terços de acionistas investidores detentores de ações preferenciais e um terço de acionistas detentores do direito ao voto.

O estudo deu origem ao Novo Mercado, inspirado no *Neuer Markt* – mercado alemão para empresas de alta tecnologia, e trazia a proposta de criação privada de segmentos de listagem e aprimoramento dos padrões de governança corporativa. A proposta se encaixava tanto na Lei das Sociedades Anônima quanto na Lei de Valores Mobiliários, com novas regras e parâmetros de regulação de natureza privada, aos quais as companhias entrantes poderiam aderir de forma contratual.

A expectativa do Novo mercado estava relacionada à premissa de que a adesão das companhias às regras de governança corporativa poderia alterar as estruturas de capital e possibilitar a maior captação de recursos em razão do aumento de confiança dos investidores.

Para o incremento dos padrões de governança corporativa, foram instituídos os seguintes requisitos básicos para o segmento do Novo Mercado: as companhias listadas deveriam ser constituídas somente por ações ordinárias, a adoção de boas práticas de governança semelhantes às exigidas para a emissão de ADRs, um percentual mínimo de ações em circulação e cláusula arbitral. Foram instituídos ainda níveis intermediários, capazes de acomodar as sociedades em transição.

## **2. O NÚCLEO FORMADOR DO PODER DE CONTROLE ACIONÁRIO NO BRASIL**

A Lei 6.404/76 define como controlador a pessoa natural, física ou jurídica ou ainda, o grupo de pessoas que, vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, é titular de direitos de sócio passíveis de assegurar a preponderância das deliberações assembleares e eleger a maioria dos administradores da companhia.

O poder do acionista controlador lhe permite dirigir e orientar as atividades e o funcionamento dos órgãos da companhia, atribuições essas necessárias ao funcionamento de qualquer entidade coletiva, como são as sociedades anônimas.

A estrutura societária predominante no Brasil é de capital concentrado. Os conselhos de administração da maioria das companhias são compostos totalmente, ou quase que totalmente por integrantes da família ou do grupo controlador, sendo que a instituição do conselheiro independente, parâmetro de governança corporativa, não é a regra. Outra característica típica diz respeito ao padrão de divulgação de informações, financeiras



geralmente aquém dos padrões internacionais, sendo que não é comum a presença de um Comitê de auditoria.<sup>8</sup>

Essa moldura característica do mercado acionário brasileiro, constituída ao longo da história, se encaixa dentro da concepção segundo a qual, os países que têm em sua legislação acionária baixa proteção aos acionistas minoritários, tendem a ter em sua economia a prevalência de estruturas societárias de controle concentrado, geralmente administradas por um acionista controlador, constituído por grupos familiares ou mesmo pelo Estado.

Também são características dos sistemas de controle concentrado o conflito estabelecido entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, decorrentes sobretudo do temor de expropriação de benefícios privados da companhia que o poder de controle, desprovido de parâmetros de governança corporativa pode proporcionar.

R. Gilson em seu artigo *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*<sup>9</sup>, traz algumas conclusões interessantes acerca das diferenças identificáveis entre os dois sistemas. Segundo ele quanto mais forte o direito em determinado país, maior proteção aos acionistas minoritários e; por conseguinte maior a possibilidade de dispersão acionária. Em ambientes jurídicos mais hostis e de menor proteção dos minoritários, o modelo do capital concentrado teria mais condições de prosperar.

Por outro lado, são identificáveis em sistemas de capital disperso a necessidade de monitoramento dos administradores para que estes administrem a companhia de acordo com os interesses dos acionistas. Neste contexto, há o estabelecimento de deveres fiduciários e incentivos para que os interesses dos administradores e dos acionistas sejam convergentes.

Mesmo com a característica concentrada do controle acionário da maioria das companhias, é possível verificar a existência de empresas bastante eficientes no mercado Brasileiro. Neste sentido, não há como se afirmar de forma conclusiva que a adoção de um sistema de capital disperso, em detrimento de um concentrado seja uma fator determinante de eficiência econômica. Certamente um acionista minoritário que de forma contumaz se satisfaz com o retorno seus investimentos em uma companhia de controle concentrado não se preocupa com a composição do quadro societário.

Mesmo com ausência de qualquer conclusão no sentido de que um padrão seria mais eficiente que o outro, algumas peculiaridades dos referidos modelos e sua aplicação em

---

<sup>8</sup> B. Black, A. G. De carvalho e E. Gorga. *The corporate governance of privately controlled Brazilian firms*. Revista Brasileira de Finanças, vol. 7, pp. 385-428, 2009.

<sup>9</sup> Harvard Law Review, vol. 119, n.6, pp.1642-1679. 2006.

determinados países são importantes quando se pretende analisar alternativas para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

O desenvolvimento do mercado de capitais pressupõe a sua dispersão, na medida em que possa também constituir-se como alternativa de poupança coletiva na sociedade. Neste sentido, o caminho que se aparenta mais adequado é a governança corporativa, com o estabelecimento de regras de transparência e proteção dos investidores minoritários, que incentivem as pessoas, físicas ou jurídicas, a investir no mercado produtivo.

### **3. A TRANSFORMAÇÃO DA COMPANHIA BRASILEIRA NO NOVO MERCADO: RUMO À DISPERSÃO DO CAPITAL?**

Desde a instituição do Novo Mercado uma série de eventos têm contribuído para a dispersão acionária. Não obstante o segmento de listagem tenha sido criado por iniciativa privada, é possível afirmar que contou com o forte apoio do poder público, o que se justifica pela premissa de que o mercado de capitais é importante para o desenvolvimento da economia e de interesse da coletividade.

A assertiva é tão verdadeira que em 2002, a Secretaria de Previdência Complementar restringiu a compra de papéis em IPOs às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2<sup>10</sup>. O BNDES, por sua vez, estabeleceu a listagem no Novo Mercado como condição para aprovar determinados contratos de financiamento.

A primeira oferta pública de ações no Novo Mercado foi realizada pela CCR – Companhia de Concessões Rodoviárias, uma concessionária de serviço público em fevereiro de 2002. Logo em seguida, a Sabesp tornou-se a primeira companhia aberta a migrar para o segmento de listagem.

Em fevereiro de 2005, a Renar Maçãs abriu a temporada de Ofertas Públicas Iniciais com a emissão de R\$ 16 milhões. Muito embora o valor não seja tão expressivo em valores absolutos, a oferta foi voltada aos investidores pessoas físicas e contou com uma rede de distribuidores composta por corretores de valores, de forma diversa do paradigma do sistema *bookbuilding* difundido pelos bancos.

Em julho de 2005 as Lojas Rener S.A deixou de ser uma companhia de controle acionário familiar, e após realizar um IPO, tornou-se a primeira corporação brasileira

---

<sup>10</sup> Trata-se da Resolução n. 003121, de 29 de Setembro de 2003 que Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar.  
<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=103134234>

pertencente ao Novo Mercado, tendo seu controle acionário diluído entre centenas de acionistas.

Em fevereiro de 2006, a BM&FBovespa promove algumas alterações no regulamento de listagem do Novo Mercado e passa a exigir que os conselhos de administração das companhias sejam compostos de no mínimo 20% conselheiros independentes, aspecto que passa a incrementar os parâmetros de governança corporativa.

Em julho de 2006 a Sadia faz uma tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão. Em julho de 2009 a Oferta Pública Inicial da Visanet captou R\$ 8,39 bilhões, tornando-se, na época, a maior da história da Bovespa.

## CONCLUSÃO

Os fatos ora narrados indicam que o Novo Mercado, segmento caracterizado por padrões elevados de governança corporativa, têm proporcionado o desenvolvimento do mercado de capitais, tornando-o instrumento de captação de recursos para o empresário.

O mercado de valores mobiliários não é a *fonte de recursos*, mas uma *alternativa de busca recursos* para as companhias de capital aberta, cuja importância tende a crescer com a redução da atuação direta do Estado da condição de investidor privado. Neste contexto a adoção de padrões de governança configura um atrativo aos investidores à expropriação indevida de recursos da companhia proporcionada pela concentração do controle acionário.

Para que o mercado de capitais possa se constituir como uma alternativa de poupança popular é necessário que adquira a confiança da população e para isso, a uniformização de parâmetros de governança corporativa representa um redutor de riscos.

A tentativa de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia e a crescente adoção de mecanismos de defesa de controle nos estatutos das companhias também são indicadores de previsão ou precaução dos controladores quanto a possibilidade / perspectiva de maior dispersão acionária, em especial no Novo Mercado.

Apesar de haver indicativos de dispersão acionária nas companhias do Novo Mercado, há uma espécie de concentração entre os acionistas minoritários institucionais, em sua maioria fundos de investimentos, pensão, etc.

Atualmente o Novo Mercado possui 125 companhias listadas, o que indica que muitas novas companhias têm optado por aderir ao segmento especial de listagem. É uma solução de financiamento de menor custo que outras alternativas no sistema financeiro. Além disso, a regulação privada pode funcionar onde falha a regulação pública.

Mesmo com a relevante adesão de novas companhias no Novo Mercado, há que se destacar que muitas companhias, continuam no mercado tradicional, caracterizado pela concentração de capital e baixo nível de proteção aos acionistas minoritários. Das 65 empresas que até 31 de janeiro de 2012 integravam o Ibovespa – índice composto por ações emitidas por empresas que correspondem a mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro da Bolsa, 29 delas não integravam o Novo Mercado.

Determinados aspectos regulatórios influenciam esse contexto: algumas empresas do setor de aviação comercial, bancário entre outras têm limitações legais quanto a dispersão de capital. Por outro lado, existem companhias que simplesmente não desejam implementar as exigências de governança do Novo Mercado, o que não influenciará de maneira tão relevante em suas relações com investidores caso haja histórico de boa gestão e distribuição satisfatória de lucros aos acionistas minoritários.

O Novo Mercado é um segmento listagem com padrões de governança. Ele é importante quando se busca promover o desenvolvimento do Mercado de Capitais, no sentido em que ele torna-se ao mesmo tempo um instrumento de financiamento privado da atividade produtiva e alternativa de investimento para a população, eventualmente resultando em maior dispersão de capital.

Mesmo com a característica concentrada do controle acionário da maioria das companhias, é possível verificar a existência de empresas bastante eficientes no mercado Brasileiro. Neste sentido, não há como se afirmar de forma conclusiva que a adoção de um sistema de capital disperso, em detrimento de um concentrado seja uma fator determinante de eficiência econômica. É possível imaginar que um acionista minoritário que de forma contumaz se satisfaz com o retorno dos seus investimentos adotará uma conduta absenteísta.

Entretanto acredita-se que a crescente adoção de parâmetros de governança corporativa possam ser fatores importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como instrumento eficiente financiamento da atividade empresarial. Aliás, em junho de 2011 a Bolsa Brasileira anunciou modificações no regulamento de listagem do Novo Mercado, que passa a contemplar a exigência de veto ao acúmulo de cargos de CEO e chairman e a manifestação obrigatória do Conselho de Administração. diante de OPAs.

Quanto a perspectiva do futuro do modelo acionário brasileiro, acredita-se que os parâmetros de governança estabelecidos pelo Novo Mercado irão proporcionar de forma progressiva a maior dispersão de capital e desenvolvimento do mercado de capitais, com a progressiva migração das companhias listadas nos Níveis 1 e 2 de governança. Referida transformação implicará em significativa diluição do controle acionário, em especial para

novas companhias, mas não será suficiente para alterar o standard de concentração de capital característico de tradicionais companhias, implicando em co-existência de novas e velhas práticas no mercado de capitais brasileiro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLACK, CARVALHO e GORGA. *The corporate governance of privately controlled Brazilian firms*. Revista Brasileira de Finanças, vol. 7, pp. 385-428, 2009.

CAMPOS, FRANCISCO. *O Estado Nacional: sua estrutura, seu conteúdo ideológico*. Rio de Janeiro: José Olímpio, 1940.

CAPITAL ABERTO: *10 anos de Novo Mercado: os acertos, os percalços e os desafios do segmento de listagem que revolucionou as práticas de governança das companhias brasileiras*. São Paulo: Capital Aberto, 2012

COMPARATO, Fabio Konder e SALOMAO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 107-108

SILVEIRA, A Di Miceli et al. *Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil*. Revista de Administração Contemporânea, v. 12, p. 763-788, 2008.

GILSON, Ronald., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: complicating the Taxonomy*, 119 Harv. L. Rev. 1641, 1652 (2006).

GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Cornell Law Faculty Working Papers*, PAPER 42, 2008. Disponível SSRN: <http://srn.com/abstract=1121037>.

HANSMANN, Henry, e KRAAKMAN, Reinier. *The end of history for corporate law*. Georgetown Law Journal, n. 89, p. 439, 2001.

LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANOS, SLEIFER e VISHNY. *Legal determinants of external finance*. Journal of Finance n. 53, p. 1131-1150, 1997.

\_\_\_\_\_. *Corporate Ownership around the world*. Journal of Finance, n. 54, p. 471-518, 1999.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A lei das S.A.*, 3ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, Vol. I, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo, *O Acionista controlador na Nova Lei de S.A*, in \_\_\_\_\_, *Temas de S.A – Exposições Pareceres*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do Direito Societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: Avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGAO, Leandro Santos de (coords), *Direito Societário – Desafios Atuais*, São Paulo, Quartier Latin, 2009.

SALOMAO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, 4a ed., São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *20 anos da Promulgação da Lei das S/A: Anteprojetos e projeto visando a sua reforma*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 105, p. 84-125.

PRADO JUNIOR, Caio, *História Econômica do Brasil*, São Paulo: Brasiliense, 2004.