

A Influência da Adesão à Câmara de Arbitragem na Criação de Valor das Empresas

Autores:

Andrea Décourt Savelli, mestranda em administração pelo Mackenzie;

Moisés Ari Zilber, professor doutor do Mackenzie;

Wilson Toshiro Nakamura, professor doutor do Mackenzie.

RESUMO

Objetivo: O objetivo desta pesquisa é avaliar se a adesão à câmara de arbitragem (ACA) influencia na criação de valor.

Fundamento: As empresas listadas na bolsa do Brasil têm a possibilidade de aderirem aos segmentos que prezam por regras de governança corporativa (GC) mais rígidas para melhorarem a sua avaliação, sendo que a ACA é um dos requisitos obrigatórios para a listagem nos segmentos mais exigentes.

Método: O estudo, de caráter exploratório, foi desenvolvido por meio de pesquisas realizadas em profundidade. Foram entrevistados 3 advogados com experiência em arbitragem, através de roteiro previamente formulado. A análise de conteúdo foi realizada após a gravação ser ouvida e transcrita.

Resultados: O resultado indica que a arbitragem, como mecanismo de resolução de conflitos, apresenta diversas vantagens em relação ao tradicional Poder Judiciário, e que de modo geral, a ACA beneficia os acionistas minoritários, o que é considerado, juntamente com outros fatores, para a tomada de decisão do investidor, influenciando na criação de valor das empresas.

Contribuições: A relação entre os acionistas minoritários e majoritários é propensa a ser conflituosa. A Lei das Sociedades por Ações mostrou-se insuficiente para salvaguardar os direitos dos minoritários, o que é importante para desenvolver o mercado de capitais e, conseqüentemente, a economia do país. Para suprir essa carência, boas práticas de governança corporativa (BPGC) têm sido recomendadas, mas ainda não há estudos suficientes sobre os elementos de boa governança, como a ACA, de forma individual.

Palavras-chave: Governança. Arbitragem. Valor. Agência. Conflito.

A Influência da Adesão à Câmara de Arbitragem na Criação de Valor das Empresas

RESUMO

Objetivo: O objetivo desta pesquisa é avaliar se a adesão à câmara de arbitragem (ACA) influencia na criação de valor.

Fundamento: As empresas listadas na bolsa do Brasil têm a possibilidade de aderirem aos segmentos que prezam por regras de governança corporativa (GC) mais rígidas para melhorarem a sua avaliação, sendo que a ACA é um dos requisitos obrigatórios para a listagem nos segmentos mais exigentes.

Método: O estudo, de caráter exploratório, foi desenvolvido por meio de pesquisas realizadas em profundidade. Foram entrevistados 3 advogados com experiência em arbitragem, através de roteiro previamente formulado. A análise de conteúdo foi realizada após a gravação ser ouvida e transcrita.

Resultados: O resultado indica que a arbitragem, como mecanismo de resolução de conflitos, apresenta diversas vantagens em relação ao tradicional Poder Judiciário, e que de modo geral, a ACA beneficia os acionistas minoritários, o que é considerado, juntamente com outros fatores, para a tomada de decisão do investidor, influenciando na criação de valor das empresas.

Contribuições: A relação entre os acionistas minoritários e majoritários é propensa a ser conflituosa. A Lei das Sociedades por Ações mostrou-se insuficiente para salvaguardar os direitos dos minoritários, o que é importante para desenvolver o mercado de capitais e, conseqüentemente, a economia do país. Para suprir essa carência, boas práticas de governança corporativa (BPGC) têm sido recomendadas, mas ainda não há estudos suficientes sobre os elementos de boa governança, como a ACA, de forma individual.

Palavras-chave: Governança. Arbitragem. Valor. Agência. Conflito.

ABSTRACT

Objective: The objective of this research is to evaluate if the affiliation to the arbitration chamber (AAC) influences in the creation of value.

Background: Companies listed in Brazilian stock exchange have the possibility to incorporate the most stringent corporate governance (CG) rules in order to improve their valuation given that AAC is one of the mandatory requirements for listing.

Method: The exploratory study was developed through in-depth interviews. Three attorneys-at-law with experience in arbitration were interviewed through a previously formulated script. The content was analyzed after the recording was heard and transcribed.

Results: The result indicates that arbitration, as a mechanism for resolving conflicts, presents several advantages over the traditional Courthouse procedures. Furthermore, AAC benefits minority shareholders, which is considered, along with other factors, favorable towards the investor's decision making process and the creation of value.

Contributions: The relationship between minority and majority shareholders is likely to be conflicting. The Brazilian corporate law has proved insufficient to safeguard the rights of minority shareholders, which is important towards development of capital markets and, consequently, the country's economy. To fill this gap, good corporate governance practices (GCGP) have been recommended, but there are not enough studies on the elements of good governance on an individual basis, such as the AAC.

Keywords: Governance. Arbitration. Value. Agency. Conflicts.

1 INTRODUÇÃO

As decisões estratégicas correspondem às grandes decisões referentes à condução dos negócios da companhia (HALL, 2004) como, por exemplo, adotar práticas de boa governança. Listar a empresa num dos segmentos da B3 (nome da nova bolsa do Brasil, que resultou da fusão da BM&FBOVESPA com a CETIP) significa que a empresa, espontaneamente, se compromete com obrigações adicionais as previstas na lei. Isso envolve custos, de um lado, mas também atrai os investidores, diminui o custo do capital, e cria valor para as Sociedade Anônimas (S.As.).

O trabalho objetivou descobrir se um elemento específico das BPGC, a ACA, influencia na criação de valor das S.As. Pesquisas como esta são importantes não só para ajudar os gestores das companhias a tomar decisões melhores, mas principalmente, para colaborar no desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, da economia do país. As BPGC, principalmente as que protegem os acionistas minoritários são, segundo La Porta *et. al.* (1998, 1999, 2000), determinantes para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para Andrade e Rosseti (2004), a GC é condição para o crescimento da economia. Com efeito, numa economia mais desenvolvida, o mercado de capitais é forte, pois é ele que permite que as empresas captem recursos para crescer e gerar empregos. Ele não só contribui para o progresso do país, como constitui uma opção de investimentos (IBMEC, 2017).

A ACA, por possibilitar que os conflitos sejam resolvidos de maneira rápida e por profissionais altamente capacitados, pode até sinalizar a idoneidade moral do gestor, mas a principal vantagem é o método em si, que é benéfico para praticamente todos os acionistas minoritários. Em vista disso, tem-se a pertinência de se verificar qual é a relação entre ACA e desempenho das empresas.

Para tanto, investigou-se o quanto e como a ACA protege o acionista minoritário, se é um elemento considerado pelos investidores na tomada de decisão, se transmite confiabilidade, e se auxilia na redução do custo de capital. O que determinou a escolha desse item, exclusivamente, dentre todas as BPGC, foi, em primeiro lugar, por ele ser um dos requisitos obrigatórios nos segmentos mais exigentes da B3. Em segundo, pelo fato de, aparentemente, merecer maior destaque no Brasil devido às peculiaridade do país: uma maneira mais eficiente de resolver os conflitos, num país onde predomina o capital concentrado (o que favore o litígio entre os acionistas), e a situação do Poder Judiciário é caótica, tem sua relevância. Por fim, a carência de estudos nesse sentido também motivou a pesquisa.

A arbitragem é uma alternativa à prestação jurisdicional. O juiz de 1º grau é generalista, e dependendo da complexidade do caso, precisa julgar controvérsias das quais nem sequer compreende, e sem ter tempo suficiente para a devida análise, já que há outras centenas de processos aguardando julgamento. Isso poder resultar, após anos de disputa, numa sentença injusta.

Há estudos (IBRI, 2002; IFC, 2009; Silveira *et al.*, 2009) que demonstram que adotar BPGC cria valor para as empresas, no entanto, é necessário separá-las para melhor compreender o quanto cada uma delas responde, isoladamente, pelo aumento do desempenho. Assim sendo, a questão que norteou esta pesquisa foi a seguinte: a ACA influencia no valor das S.As?

Foi realizado um levantamento bibliográfico e coletadas entrevistas com advogados

selecionados. No trabalho foi relatada a importância da adoção das BPGC para criar valor para a companhia, com ênfase na ACA. Depois foi identificado, com base na teoria da agência, os sujeitos do conflito, e em seguida, foi abordado o instituto da arbitragem, e a gravidade do acionista ser obrigado a procurar o sistema judiciário para solucionar uma controvérsia. Nessa parte, descrevemos as vantagens da arbitragem e a situação crítica do judiciário brasileiro. Em seguida foi descrita a metodologia, conclusões e limitações do trabalho.

A proposta apresentada de que a ACA colabora para a redução do risco do investidor (o qual irá exigir um prêmio menor), diminuição do custo do capital, e criação de valor para a empresa, foi evidenciada após a revisão da literatura e da realização das entrevistas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

Os mercados valorizam as empresas que possuem uma governança melhor. GC refere-se à qualidade, transparência e confiabilidade das relações entre os acionistas, com o intuito de atrair capital financeiro para a empresa e garantir a sustentabilidade da criação de valor. Também influencia na competitividade, já que está relacionada com o custo de capital (IFC, 2009).

Yamamoto e Prado (2003) afirmam que a GC é relevante para o crescimento econômico e para a credibilidade das empresas. Segundo Lodi (2000), é a função desempenhada pelos conselhos de administração de aumentar o retorno dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores e demais partes interessadas. Para Hasan (2009), GC envolve processos e estruturas que facilitam a criação de valor para os acionistas e pode influenciar as decisões estratégicas de uma empresa, como a obtenção de financiamento externo. Na pesquisa de Vieira *et al.* (2015), tende-se à conclusão de que adotar práticas de GC é vital para o desenvolvimento da empresa.

A cartilha da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a fim de aumentar o valor das companhias, traz recomendações relativas as BPGC, as quais repercutem na redução do custo de capital e aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002). Nesse sentido, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa sustenta que um sistema de GC frágil está relacionado com custos de capital mais altos para as empresas (IBGC, 2009).

O instituto ressalta ainda que as BPGC alinham interesses para preservar e otimizar o valor da empresa, facilitando seu acesso a recursos. Em 2016, foi lançado na B3 o Código Brasileiro de Governança Corporativa, o qual observa que as BPGC são relevantes para atrair capital e dar maior proteção aos acionistas (IBGC, 2016).

Vale ressaltar que o referido código resultou de um trabalho conjunto de 11 das mais relevantes instituições do mercado de capitais do país, e adota o modelo “aplique ou explique” do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, cujo conteúdo é baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (IBGC, 2016). Em junho de 2017 foi editada a instrução CVM 586, a qual obriga as companhias a divulgarem informações sobre a aplicação das práticas de governança previstas no referido Código (CVM, 2017).

Segundo Bruce Mescher, 64% dos respondentes da pesquisa conduzida em 2010 pela International Finance Corporation (IFC), do Banco Mundial, e realizada pela Deloitte e pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), concordaram totalmente com a

afirmação de que as BPGC impactam positivamente na atração e retenção dos investidores. Os investidores entrevistados disseram que a GC é um fator decisivo para investimentos em países emergentes; 55% estariam dispostos a pagar um prêmio de 10%, e 38% pagariam um prêmio de 20%, pelas ações de uma empresa com melhor governança. Os indicadores de desempenho das companhias listadas na B3 corroboram esses resultados. Os índices revelam que, quanto mais robustas são as práticas de GC, maior tende a ser o potencial de retorno para o investidor (DELOITTE; IBRI, 2015)

Waldir Corrêa, presidente da Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC), citou 20 pontos da GC que, utilizados pelas companhias abertas, podem precificar as ações em mais de 20%. A aplicação de melhores práticas de GC, além de agregar valor às ações, atrai recursos para o mercado acionário, lembrou. A conclusão do seminário “Como Criar Valor às Ações, na Visão dos Investidores”, realizado no dia 24 de maio de 2017, foi a de que GC agrega valor às empresas (IBRI, 2002).

O acesso de capital a um custo menor gera um aumento no valor de mercado da companhia e, conseqüente, incrementa a riqueza dos acionistas. É o caso das empresas do Círculo de Companhias, grupo que abriga as empresas pioneiras na governança corporativa na região, as quais, após comunicarem publicamente melhorias nas estruturas e processos de GC, adicionaram, aproximadamente, 8% a seu valor de mercado (IFC, 2009).

Como o objetivo da GC é reduzir o custo de capital da empresa, os investidores ficam mais suscetíveis a acreditar que seus investimentos terão um retorno justo, se BPGC forem adotadas. Silveira *et al.* (2009) construíram um painel composto por 823 observações de empresas brasileiras, entre 1998 e 2004. Quando aplicaram regressões por mínimos quadrados ordinários, o Q de Tobin teve uma influência positiva na qualidade das práticas de governança das empresas (SILVEIRA *et al.*, 2009).

Assim sendo, é esperado que as empresas que precisem de um financiamento maior no futuro vejam mais utilidade em adotar BPGC do que aquelas com piores perspectivas de obter recursos de investidores externos. As grandes empresas, ao disporem de um maior fluxo de caixa livre, tendem a enfrentar maiores custos de agência, o que as leva a adotar melhores práticas de GC para mitigar esse problema. Por outro lado, espera-se que as empresas menores cresçam mais rapidamente e, por conseguinte, necessitem de mais financiamento externo. Isso pode levá-las a adotar melhores práticas de governança também. Assim, ambos os tipos teriam um incentivo para, voluntariamente, alcançar melhores padrões de GC (SILVEIRA *et al.*, 2009).

Os três principais atributos que levam as empresas a adotar melhores práticas de governança, de acordo com as evidências obtidas nos testes empíricos que realizaram são: oportunidades de crescimento, necessidade de financiamento externo e concentração de propriedade (SILVEIRA *et al.*, 2009).

Muito se tem falado sobre GC e seus reflexos sobre as cotações das ações das empresas que seguem essas regras (RODRIGUEZ, 2017). No Brasil, rigorosos padrões de GC foram determinados com o lançamento do Novo Mercado (NM), o que atraiu investimentos (LORENZI, 2009). A criação dos segmentos de listagem pela B3 possibilitou que as empresas fossem classificadas de acordo com as práticas de governança que adotam, o que foi essencial para que ganhassem competitividade. Vale lembrar que as empresas devem cumprir às exigências da SEC – Securities and Exchange Commission, criada em 1934 com a missão é proteger os investidores, manter mercados justos, ordenados e eficientes e facilitar a formação de capital, se quiserem listar as suas ações nas bolsas americanas (SEC). Nos EUA também

foi assinada a Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, com a finalidade de evitar que os investidores desaparecessem devido à insegurança em relação a adequada governança das empresas.

Embora não seja obrigatório, 194 empresas estão listadas em algum dos segmentos especiais da B3 (B3), sendo a criação de valor o principal motivo. Pode-se dizer que as BPGC também contribuem para: a) aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas; b) facilitar a internacionalização das operações da empresa; c) viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais; d) reduzir o custo de capital; d) agregar valor para os acionistas; e) facilitar o acesso ao crédito, e muitos outros (PONTE *et al.*, 2012).

2.2 Teoria da Agência

Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e os custos potenciais da separação entre propriedade e controle. Observaram que a pulverização da propriedade fortalece o poder dos gestores, e que isso aumenta a probabilidade deles agirem em benefício próprio, ao invés de agirem de acordo com o interesse dos acionistas. Nestes casos, é importante que haja GC, ou seja, mecanismos para proteger os direitos dos acionistas e reduzir o oportunismo administrativo (ZATTONI; CUOMO, 2008).

Jensen e Meckling (1976) criaram uma teoria com base nesse conflito de interesse (entre os gestores e os proprietários da firma), onde observam que nem sempre o agente tem propensão a agir de acordo com o interesse do principal. O trabalho deles contribuiu para a própria definição do termo “GC”, o qual passou, gradativamente, a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos.

Em contrapartida, o controle dos ativos por um controlador único (agente e principal) é visto como uma estratégia efetiva para reduzir esse oportunismo. A gestão nesse formato elimina o problema da agência entre gestor e acionista (DEMSETZ, 1967). Embora a concentração do capital, segundo algumas linhas de pesquisa, favoreça a administração para os controladores, ela apresenta uma série de desvantagens para os não controladores, relacionadas com a possibilidade dos controladores usufruírem, exclusivamente, de benefícios, e repartir esses custos com todos os acionistas (RODRIGUES, 2008).

No Brasil, onde a estrutura de propriedade e controle é marcada por sua elevada concentração, o conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários pode culminar na expropriação da riqueza dos segundos pelos primeiros (CLAESSENS, DJANKOV e LANG, 2000; LINS, 2003), como, por exemplo, mediante o pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos, e resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões (CAIXE; KRAUTE, 2013). O problema central da agência aqui é o da expropriação de tais minorias, bem como dos credores, pelos acionistas controladores (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Desta forma, podemos afirmar que os conflitos de agência dizem respeito ao risco de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores, na hipótese de empresas com estrutura de capital pulverizada e separação da gestão e propriedade, ou de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelo acionista controlador, quando este exerce poder total sobre os gestores.

Nota-se, portanto, que a concentração de propriedade tem um aspecto negativo de que um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa (SAITO; SILVEIRA, 2008). Logo, este efeito-entrincheiramento se baseia na hipótese de que, quanto

maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas (CAPITAL ABERTO, 2004). As evidências de expropriação de acionistas minoritários, por acionistas majoritários, foram pesquisadas por Claessens *et al.* (1999).

Em vista disso, quando os investidores financiam as companhias, eles ficam sujeitos ao risco de apropriação indevida por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia de parcela do lucro do seu investimento. É com a adoção BPGC que os investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM). Tal proteção é relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Segundo Matos (2017), a melhoria dos padrões de governança que protegem os direitos dos acionistas minoritários irá ajudar a impulsionar o mercado de ações local como uma importante fonte de capital para a atividade econômica no Brasil. La Porta *et al* (2000) descreveram evidências de que a proteção aos investidores traz, dentre outros, os seguintes benefícios: expansão dos mercados financeiros, facilidade de financiamento externo para novas empresas, melhoria da eficiência na alocação de investimentos, além de facilidade para reestruturação da iniciativa privada, em períodos de crise.

La Porta (2002) testou os efeitos da proteção legal dos acionistas minoritários na avaliação das empresas, usando uma amostra de 539 grandes empresas de 27 economias ricas, e encontrou evidências de uma valorização maior daquelas situadas em países que oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários. Assim sendo, sugere que o tamanho da proteção legal dos investidores é um determinante importante no desenvolvimento dos mercados financeiros de um país. Estes são mais amplos e valiosos onde as leis são bem aplicadas e protegem os investidores externos. (LA PORTA, 2002).

De acordo com Bower e Paine (2017), a teoria da agência originou um modelo de gestão centrado nos acionistas, o que pode vir a ser um problema. Para eles, o risco é menos preocupante quando os acionistas não tentam influenciar as grandes decisões corporativas, mas é muito sério quando o fazem. Afirmam que a teoria da agência pressupõe que todos os acionistas querem que a empresa seja gerida de forma a maximizar seus próprios retornos econômicos, mas que na realidade, os acionistas não só têm objetivos, atitudes diante do risco e horizontes de tempo diferentes, como também visualizam oportunidades estratégicas de formas distintas. Destarte, não podem ser tratados como um único “dono” (BOWER; PAINE, 2017).

O pagamento de dividendos, por exemplo, é uma decisão do quanto será pago ao acionista e de quanto ficará na empresa, conforme um objetivo traçado. Em consonância com a teoria do pássaro na mão, um investidor prefere receber dividendos de imediato a correr o risco de ganhos futuros (FERREIRA JR et al., 2010). Vale ressaltar, que ao se distribuir os dividendos aos acionistas, o dinheiro que deveria ser investido para gerar ganhos futuros, ao invés de serem aplicados para financiar pesquisas, lançar novos negócios (ou ampliar os já existentes), é entregue aos acionistas (BOWER; PAINE, 2017).

A pressão que os gestores sofrem para apresentar resultados financeiros a curto prazo pode ocasionar conflitos de interesses, já que o futuro da empresa, que deveria ser o foco da gestão, acaba sendo ignorado para que sejam satisfeitos os interesses dos investidores (BOWER; PAINE, 2017). Daí a importância da GC. Como foi verificado por Matos (2017), as empresas do NM pagaram menos dividendos nos últimos 10 anos, o que indica que o comportamento dos acionistas é distinto quando confiam na empresa.

La Porta *et al* (2000) verificaram que nos países com boa proteção legal as empresas com crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas com crescimento mais lento, consistente com a ideia de que os acionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Constataram também que os acionistas nesses países usam os poderes legais para extrair dividendos das empresas, especialmente quando as oportunidades de reinvestimento são fracas.

Isto posto, tem-se que a essência do problema de agência é a propriedade e o controle. Um gestor capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis, ou para se apropriar destes recursos. Os financiadores necessitam de gestores qualificados para fazer com que seus recursos gerem retorno, e o gestor precisa do capital dos financiadores. O problema de agência, nesse contexto, se refere às dificuldades que os financiadores têm de assegurar que os seus recursos não serão expropriados ou desperdiçados em projetos pouco atraentes (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Atentos à essa questão, a B3 tem atuado para identificar o “estado da arte” da GC e criou os segmentos de listagem, sendo que cada segmento possui exigências próprias. O NM é o que exige os padrões de GC mais altos, e atualmente é composto por 131 companhias (B3, 2017).

Desde a criação dos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, NM, Nível 2 e Nível 1, a B3 realiza vigorosas pesquisas sobre as melhores práticas adotadas internacionalmente, e uma das regras para os níveis mais avançados é a ACA (B3, 2017). A premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem era a de que a adoção de BPCG é capaz de permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores. Desta forma, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (B3, 2017). É o que restou demonstrado com o estudo realizado por Matos (2017), o qual atestou o sucesso do NM, lançado em 2000. O autor afirma que os investidores recompensam as empresas do Novo Mercado com múltiplos de mercado mais elevados.

Besarria (2015), seguindo a mesma linha, comprovou que as ações do NM são as que apresentam o menor risco, seguida pelas listadas no Nível 2, ou seja, que o risco aumenta conforme diminui o número de BPGC praticadas, o que reforça a ideia de que a ampliação dos direitos societários reduzem os riscos de investimento. Nesse sentido, Thiel (2014) apurou que as empresas listadas nos segmentos de negociação Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da B3 foram, na média, mais valorizadas pelo mercado do que as listadas no segmento tradicional, e deduz que o maior valor de mercado destas empresas resultou da adesão a práticas voltadas, principalmente, para a proteção dos acionistas minoritários e divulgação de informações mais transparente (THIEL, 2014).

No entanto, os resultados empíricos do estudo de Maestri *et al.* (2016), indicam que as empresas participantes dos Níveis 1 e 2 e Novo Mercado não apresentaram relação estatisticamente significativa com seu custo de capital próprio, o que não era esperado, segundo os autores, devido à redução do risco percebido pelos investidores.

Outrossim, Santos Silva e Martins (2015) obtiveram, mediante uma análise de regressão, que 6 das 13 práticas de governança foram significativas na explicação do valor, e que apenas 3 delas se destacaram positivamente: demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; a oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico; e a adesão à câmara de arbitragem.

Fato é que o sucesso da iniciativa da B3 pode ser comprovado pelo nível de adesão de empresas ao Novo Mercado e aos Níveis 1 e 2 de Governança (COLLOCA, 2009). As empresas não precisam adotar nenhuma prática de governança além das que são legalmente exigidas SILVEIRA (2009), mas grande parte delas aderiram espontaneamente a algum segmento, assumindo obrigações extras voluntariamente. É um reflexo da reivindicação dos investidores, que querem ter mais garantias. Conforme o trabalho de Claessens e Yurtoglu (2012), as empresas escolhem o segmento em que serão listadas de acordo com o que lhes convém, e que o sistema é apoiado pela arbitragem para resolver disputas de governança corporativa.

2.3 ARBITRAGEM X PODER JUDICIÁRIO

Desde 2001, com a inclusão do parágrafo 3º no artigo 109 da Lei 6.404/76 (Lei das S.A.), o direito societário admite a sujeição à arbitragem de litígios entre os acionistas e a companhia, ou entre os próprios acionistas, confirmando a regra geral de que “as pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis” (Art. 1º da Lei nº 9.307/96).

A arbitragem é um meio privado de solução de conflitos, o qual pode ser utilizado para resolver as divergências sem a participação do poder judiciário (MINISTÉRIO DA JUSTIÇA, 2006). Nasceu como uma alternativa à submissão de litígios aos tribunais de justiça, inclusive para as questões de direito internacional (ORREGO, 2002). Trata-se de submeter as controvérsias a uma ou mais pessoas imparciais para que haja uma determinação final e vinculativa. A utilização métodos como a mediação e arbitragem são cada vez mais populares para resolução a de conflitos (NEWHALL, 2004).

A resolução de disputas privadas, afirma Crooke (2002), pode ser uma resposta de curto prazo em países onde a governança corporativa precisa de uma rápida melhoria. Devido à sua natureza privada, os resultados dos conflitos geralmente não são publicados. A confidencialidade permite que as partes envolvidas mantenham a imagem externa e a reputação da empresa. Conforme Heine e Kerk (2017), um árbitro tem várias vantagens em relação ao juiz, como possuir um conhecimento mais especializado, ou seja, está mais preparado para observar e avaliar as controvérsias. Para Timm (2007):

As vantagens do instituto da arbitragem podem ser definidas como (i) o segredo, que costuma cercar a arbitragem, (ii) a economia, que as partes querem ver reduzido e a (iii) celeridade, que deve caracterizar a arbitragem. Tais características claramente se contrastam com a solução de litígios pelos órgãos judiciários do Estado, que são caracterizados pela eternização das demandas.

Segundo Deck e Farmer (2007), uma disposição mais rápida a um custo mais baixo deve continuar a ser o principal diferenciador da arbitragem como uma alternativa ao contencioso. Entretanto, Timm (2017) frisa que a arbitragem também está sujeita a críticas, como a alegação de que ela impede o acesso do minoritário ao Poder Judiciário, e de que desestimula o investimento no mercado de capitais. Diante disso, retruca: “isso contraria o levantamento empírico. O investidor estrangeiro prefere substancialmente a arbitragem, por ser uma forma de jurisdição imparcial, especializada e mais rápida” (TIMM, 2017).

Pode-se dizer, de modo geral, que a cláusula compromissória para resolução de conflitos por meio de arbitragem protege o acionista minoritário, mas não o pequeno. Certamente os beneficiários da justiça gratuita, prevista na Lei 1.060/1950, não a terão.

Todavia, a cláusula arbitral não impede que o pequeno acionista minoritário se una aos grandes minoritários numa disputa, e que todos ingressem com uma única ação coletiva. Não é isso que vai neutralizar as vantagens da presença da cláusula arbitral. Nos últimos anos, a arbitragem comercial tornou-se cada vez mais popular como meio de resolução de litígios entre parceiros de negócios, especialmente num contexto internacional (HEINE; KERK, 2017).

Mesmo assim, a Lei 13.129/15 foi sancionada para ampliar o espectro de aplicação da Lei de Arbitragem e disciplinar o direito de retirada do acionista dissidente no caso de inserção de convenção de arbitragem no estatuto social.

A ACA é vista como uma proteção aos acionistas minoritários por possibilitar que um conflito seja solucionado, em tese, de forma rápida e eficaz, o que é especialmente importante quando o poder fica centrado na mão dos controladores, típico relacionamento sujeito à problemas de agência.

A notória crise do próprio Poder Judiciário, principalmente no que se refere à morosidade da prestação jurisdicional, deu um forte impulso para a arbitragem ganhar robustez. De fato, ainda está longe de ser obtido um mecanismo judicial que possa ser considerado funcional e eficaz para resolver litígios, enquanto que na arbitragem, nem recurso das decisões há, o que reduz ainda mais o tempo do processo em relação ao processo judicial. De acordo com Timm (2017), *“a arbitragem é um método rápido e especializado de solução de disputas, ao contrário do judiciário paulista, que na média, precisa de 7 anos para resolver uma disputa societária, segundo levantamento empírico”*.

Dados do Relatório Justiça em Números 2015 revelam que dos 99,7 milhões de processos que tramitaram no Judiciário brasileiro no ano de 2014, 91,9 milhões encontravam-se no primeiro grau, o que corresponde a 92% do total. Revelam também que o primeiro grau baixou 24,3 milhões de processos, a demonstrar que sua capacidade produtiva anual é de apenas 27% da demanda (casos novos + acervo) imposta à sua apreciação. Isso demonstra que para dar vazão ao estoque de processos seria necessário cessar a distribuição por quase 4 anos e, nesse período, baixar anualmente o mesmo número de processos de 2014. Como historicamente a entrada de processos é superior à saída, a tendência é de crescimento do acervo (CNJ, 2015).

Segundo a equipe de pesquisadores da PUCRS, o abarrotamento e a consequente morosidade do judiciário são consequência de uma amplitude de elementos internos (micro) e externos (macro) do poder judiciário (CNJ, 2011). Timm (2007) entende que os dados da FGV e do Poder Judiciário não deixam dúvidas de que a arbitragem revela-se mais eficaz se comparada ao Poder Judiciário, sendo verdadeiro diminuidor dos custos de transação entre agentes econômicos. É preciso contar com mecanismos como a arbitragem para resolver disputas, como alternativa ao mal funcionamento do sistema judicial no Brasil (CLAESSENS; YURTOGLU, 2012).

2.4 TEORIA DA SINALIZAÇÃO

Para Akerlof (1970), quando existe assimetria informacional (um negociador tem mais informações do que o outro), o comprador não consegue diferenciar os produtos bons dos ruins. Ele dá o exemplo do mercado de carros: quando o comprador do carro usado for

negociar, ele, diferentemente do proprietário, não saberá se o veículo é bom ou ruim, e por isso, tende a querer pagar um preço baixo.

Ao aplicar esse raciocínio para o mercado de capitais, conclui-se que o investidor estará inclinado a pagar mais pelas ações de “boas empresas”. Isto faz com que as empresas se esforcem em sinalizar que são boas, daí a preocupação com a governança.

Os pressupostos da assimetria da informação englobam um conjunto de problemas que pode tornar a tomada de decisão ineficiente. No caso de compra de ações por acionistas minoritários, se eles não conseguirem distinguir entre empresas com um volume de lucros esperados e de baixo risco, e as empresas ruins, supõe-se que ele pagará preço médio entre as ações das empresas boas e ruins (AKERLOF, 1970).

As empresas com muitos ativos intangíveis teriam incentivos mais fortes para adotar melhores práticas de GC, pois teriam que sinalizar aos investidores que não pretendem usar indevidamente os recursos desta última. (SILVEIRA, 2009).

A inclusão nos estatutos da aceitação da Câmara de Arbitragem do NM para resolução de eventuais conflitos, na visão da ANIMEC (2017), demonstra a seriedade da empresa no tratamento da matéria, e facilidade de solução em eventual demanda. Ao aderir à câmara de arbitragem, a empresa pode sinalizar que está agindo corretamente, de forma justa, por oferecer aos investidores uma maneira de solucionar uma controvérsia de maneira rápida e eficiente. Contudo, não é só a percepção moral do gestor que reduz o risco dos investidores e impacta positivamente o valor da ações, há também a maior proteção que o mecanismo oferece aos grandes minoritários.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Foi realizado uma pesquisa qualitativa, de caráter exploratório. Após efetuar um levantamento bibliográfico e fazer a revisão da literatura, as informações obtidas foram utilizadas para preparar um roteiro de orientação, que continha 17 questões, e serviu de base para entrevistar os advogados com experiência em arbitragem.

A comunicação inicial com os advogados foi por e-mail, os quais foram enviados com objetivo de explicar a importância da entrevista para o presente trabalho e assim, conseguir agendar o local, data e horário. Foram entrevistados, pessoalmente, o Dr. Alexandre Palermo Simões, Dr. Marcos André Franco Montoro e o Dr. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, nos seus respectivos escritórios, sendo que cada entrevista teve a duração mínima de 30 minutos. Todas as gravações de audio foram ouvidas novamente e transcritas antes de iniciar a análise do conteúdo, o qual foi interpretado com base no método de Flores (1994).

As questões do roteiro acima citado abrangeram os seguintes aspectos: 1. objetivo e importância da GC para as empresas; 2. vantagens e desvantagens da arbitragem; 3. os segmentos de listagem da B3; 4. a relação entre ACA e defesa dos minoritários; 5. a relação entre ACA e percepção de risco pelo investidor. 6. A influência da ACA na captação de recursos e na criação de valor para as empresas.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E CONCLUSÕES

O presente estudo objetivou investigar um dentre os diversos elementos das BPGC exigidos pela B3 como condição para que a empresa seja listada no Nível 2 ou no NM: a ACA. Verificou-se que as regras de GC criam valor para as empresas, e que quanto mais exigente é o segmento de listagem da B3, mais valor é gerado à companhia, o que explica o fato delas aderirem, voluntariamente, a algum desses segmentos. O mundo globalizado

requer, para que uma empresa mantenha a sua competitividade, que esta siga BPGC, e com isso, atraia os investidores. Tal medida é extremamente relevante para o crescimento e fortalecimento dos mercados de capitais (PONTE *et al.*, 2012).

Há indícios de que os investidores estrangeiros valorizam a existência da cláusula arbitral nos estatutos sociais das companhias brasileiras, o que é bastante compreensível. Basta somar, ao natural desconforto de uma controvérsia ser decidida pela corte de outro país, a morosidade e ineficiência do judiciário brasileiro. Simões compartilha da mesma opinião (informação verbal): “Nenhuma empresa brasileira se sente confortável de discutir um contrato com uma empresa americana numa corte de NY, por exemplo, assim como a empresa norte americana também não se sentiria confortável discutindo o mesmo tema perante uma corte brasileira”² (E1).

O investidor precisa ter o mínimo de confiança na companhia. Ele quer, ao menos, ter a sensação de segurança. A existência de escandalos que envolveram a manipulação e divulgação falsa de contas mostra que os problemas de agência e de incentivo estão longe de estar resolvidos (BODIE; KANE; MARCUS, 2015).

No Brasil, há apenas uma minoria de empresas com capital pulverizado na B3, Matos (2017), o que propicia o oportunismo dos agentes e dá ensejo a conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Nesse contexto, a arbitragem se apresenta benéfica, pois tende a solucionar os conflitos de maneira mais ágil e justa, se comparada à decisão de um juiz tradicional do Poder Judiciário. Isto porque, além do procedimento não admitir recursos, os árbitros são, geralmente, escolhidos pelas partes, as quais podem escolher profissionais com notório saber técnico sobre o assunto discutido. Contudo, não é unânime a percepção de que a ACA protege o acionista minoritário. De acordo com Lazzareschi Neto, a proteção do pequeno investidor fica comprometida: (informação verbal)¹:

Para os estrangeiros é uma vantagem porque eles, de modo geral, têm receio do judiciário brasileiro. Então é lógico que, um fundo estrangeiro que tenha uma posição relevante numa companhia, tem total condição financeira de arcar com os honorários dos árbitros num procedimento na câmara de arbitragem do mercado. O meu ponto é que o pequeno investidor, ele ficou meio que marginalizado nesse processo de solução de controvérsias, porque um acionista que tem uma posição de R\$ 400.000,00, não vai pagar R\$ 600.000,00 para começar uma arbitragem que ele não sabe se ele vai ganhar (E3).

Seguindo a mesma linha de raciocínio, Simões faz a seguinte ressalva (informação verbal) (E1): “só pondero se o investidor de pequena monta tem a capacidade de suportar os custos de uma arbitragem”. Vale frisar que mesmo na hipótese do minoritário não possuir condições financeiras de arcar com o procedimento arbitral, ele não ficará, necessariamente, desprotegido. Há a possibilidade de unir-se aos grandes acionistas minoritários para entrar com uma ação coletiva e reivindicar o que for necessário.

Assim sendo, evidencia-se que mesmo diante da situação descrita, a presença da cláusula arbitral nos estatutos sociais das empresas não impede que esta concorra para aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas, para facilitar a internacionalização das operações da empresa, para viabilizar à entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais, para reduzir o custo de capital, para agregar valor aos acionistas, e para facilitar o acesso ao crédito. Conforme salientado por Simões (informação verbal)²: “o investidor sabe que se tiver uma disputa, uma controvérsia, ele tem também uma mecanismo

mais moderno para se utilizar, que é o mecanismo de arbitragem, numa câmara especializada” (E1).

Tanto é que para uma empresa ser listada no Nível 2 ou no NM, ela precisa aderir à câmara de arbitragem. Montoro (informação verbal)³ reflete: O que vai levar o investidor a escolher determinada empresa ou não para colocar o seu dinheiro ou não, não é necessariamente a cláusula arbitral, são outros fatores, mas a cláusula arbitral foi considerada pela Bolsa, e as empresas concordaram, porque entraram no NM, como um facilitador. É um aspecto importante. (E2)

Pode-se, portanto, discutir se os pequenos minoritários, cujo valor investido não justifica o pagamento das custas de uma arbitragem, fica prejudicado ou não com a presença da cláusula arbitral. Porém, que a ACA, de maneira geral, é uma vantagem para o acionista não controlador, isto está mais do que evidenciado.

Certamente o valor criado pelas BPGC inclui muitos outros elementos, que podem até ser mais relevantes que a ACA, contudo, se considerarmos a importância do capital estrangeiro para o mercado de capitais do Brasil, o elemento destacado se justifica. A ACA, juntamente com outras práticas, são imprescindíveis para que uma companhia mantenha a sua competitividade.

5.1 Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros

O estudo sofre com algumas limitações, o qual fornece uma valiosa oportunidade de pesquisa futura. Primeiro, embora as entrevistas forneçam ricas informações, apenas advogados foram entrevistados, ou seja, apenas a visão externa às empresas foi apresentada. Sugere-se a ampliação do estudo para que também sejam entrevistados diretores de RI e investidores. Foi utilizado o método qualitativo, com a pretensão de incitar outras pesquisas, potencialmente quantitativas e conclusivas. O objetivo foi traçar uma linha de raciocínio que desse condições para que um modelo econométrico seja realizado para medir o valor criado pela ACA.

REFERÊNCIAS

Abrasca, Associação Brasileira das Companhias. (2017). *Sistema de Informação Abrasca às Companhias Abertas*, n. 1281 e 1282. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/Uploads/siacia/1231_SiaCia_1281_1282.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2017.

Akerlof, G. (1970). The Market for “lemons”: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500.

Andrade, A & Rossetti, J. P. (2004). *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas.

Animec, Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais. *A governança tem que ser exercida de fato – como os acionistas não controladores (minoritários) olham as empresas que agregam valor ao ativo ação*. Disponível em: <<https://www.scribd.com/document/55562028/Governanca-Corporativa-Animec>>. Acesso em: 15 mai. 2017.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. (2017). Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/products/listed-equities-and-derivatives/equities/listed-companies.htm>. Acesso em: 30 mai. 2017.

- _____. *Segmentos de listagem*. (2017). Disponível em: <
http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 30 mai. 2017.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Besarria, C. N. (2015). A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 14, n1, p. 11-37. Disponível em:
<https://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/article/viewFile/5915/3719>. Acesso em: 1 jun. 2017.
- Bodie, Z & Kane, A & Marcus, A. J.. (2015). *Investimentos*. 10. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.
- Bower, J. L. & Paine, L. S. (2017). O principal erro da liderança corporativa. *Harvard Business School Brasil*. Disponível em: < <http://hbrbr.uol.com.br/o-principal-erro-da-lideranca-corporativa/>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Brasil, *Lei nº 10.303/01*. (2001). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 24 mai. 2017.
- _____. *Lei nº 13.129/15*. (2015). Altera a Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13129.htm>. Acesso em: 18 mai. 2017.
- _____. *Lei nº 9.307/96*. (1996). Art. 1 Dispõe sobre a arbitragem. Disponível em: <
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9307.htm>. Acesso em: 17 mai. 2017.
- _____. Ministério da justiça. (2006). *Arbitragem: o que você precisa saber*. Cartilha. Disponível em: <
http://www.justica.gov.br/central-de-conteudo/reforma-do-judiciario/cartilhas/2006cartilha_web.pdf/view>. Acesso em: 31 mai. 2017.
- Caixe, D. F. & Kraute, E. (2013). A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *R. Cont. Fin. – USP*, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153.
- Capital Aberto. (2004). *É bom ter controlador*. In Governança Corporativa, 5 ed. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/e-bom-ter-controlador/#.WTvfRDOZNE4>. Acesso em: 9 jun. 2017.
- Claessens *et al.*. (1999). *On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=202390> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.202390>. Acesso em: 17 abr. 2017.
- Claessens, S. & Yurtoglu, B. (2012). *Corporate Governance and Development*. A Global Corporate Governance Forum Publication Focus 10, 2012. Disponível em: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/518e9e804a70d9ed942ad6e6e3180238/Focus10_CG%26Development.pdf?MOD=AJPERES. Acesso em: 23 mai. 2017.
- Cnj, Conselho Nacional de Justiça. (2011). Edital conselho nacional de justiça O1/2009. *Demandas judiciais e morosidade da justiça civil*. Porto Alegre. Disponível em: http://www.cnj.jus.br/images/pesquisas-judiciarias/Publicacoes/relat_pesquisa_pucrs_edital1_2009.pdf. Acesso em: 29 mai. 2017.

- _____. *Relatório Justiça em Números*. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/relatorio-justica-numeros-2015-final-web.pdf>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Colloca, F. R. & Ambrozini, M. A. (2009). Análise da estrutura de capital de empresas com governança corporativa, *Nucleus*, v.6, n.2.
- Crooke, A. (2002). Weak corporate governance enforcement opens way for arbitration. *International Financial Law Review*, v. 21, n. 12.
- Cvm, Comissão de Valores Mobiliários. (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- _____. *Mudanças nas regras de registro de emissores*. (2017). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-2.html>>. Acesso em: 9 jun. 2017.
- Deck, C.A. & Farmer, A. (2007). Bargaining over an uncertain value: Arbitration mechanisms compared. *Journal of Law, Economics & Organization* 23, 547-579.
- Deloitte & Ibri. (2015). Governança Corporativa e Relações com Investidores: *Criação de valor em uma nova era de engajamento*. Pesquisa 2015. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/conteudos/ibri/IBRI-2015.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 375-393.
- _____. Toward a Theory of Property Rights. (1967). *The American Economic Review*, vol. 57, n. 2, p. 347-359. American Economic Association.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-327.
- _____. Agency problems and residual claims. (1983). *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-349. The University of Chicago Press. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/725105>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Ferreira Jr, W. O. ;& Nakamura, W. T. & Martin, D. M. L. & Bastos, D. D.. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA. *FACEF Pesquisa*, v. 13, p. 190-203.
- Flores, J. G.. (1994). *Análisis de datos cualitativos: aplicaciones a la investigación educativa*, 1 ed., Barcelona: PPU.
- Hall, R. H. (2004). *Organizações: estrutura, processos e resultados*. 8 ed., São Paulo: Pearson Prentice-Hall.
- Hasan, A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, v. 4, n. 2. Disponível em: <http://hbrbr.uol.com.br/o-principal-erro-da-lideranca-corporativa>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Heine, K. & Kerk, M. (2017). Conflict resolution in meta-organizations: the peculiar role of arbitration, *Journal of Organization Design*.
- Ibgc, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas*. São Paulo, SP: IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em: 24 mai de 2017.
- _____. 2009. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em:

- http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf. Acesso em: 29 mai. 2017.
- _____. 2017. *Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Ibmec, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. (2017). *O papel do Mercado de Capitais na economia brasileira*. Disponível em: <http://ibmec.org.br/principal/o-papel-do-mercado-de-capitais-na-economia-brasileira/>. Acesso em: 24 mai de 2017.
- Ibri, *Instituto Brasileiro de Relações com Investidores*. (2002). Anotem: tópicos especiais para apresentações em inglês no próximo dia 13, n. 33. Disponível em: <<http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/IBRINews/IBRINews33.pdf>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Ifc, International Finance Corporation. (2009). *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina, 2009*. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/577e088048a7e3d19a47df6060ad5911/Guide_Portuguese.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=577e088048a7e3d19a47df6060ad5911>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360.
- Jensen, M. (2003). *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. 2. ed. Harvard University Press.
- La Porta, R & Lopez de Silanes, F. & Shleifer, A. & Vishny, R. Law and Finance. (1998). *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, 1113-1155. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/law-and-finance>>. Acesso em: 22 mai. 2017.
- _____. Investor Protection and Corporate Governance. (2000). *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27.
- La Porta, R. & Lopez de Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*.
- _____. Investor Protection and Corporate Valuation. (2002). *The Journal of Finance*, v. 57, n. 3, p. 1147-1170. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/valuation_joffjune2002.pdf>. Acesso em 15. mai. 2017.
- Lodi, J. B. (2000). *Governança Corporativa: O Governo da empresa e o conselho de administração*. 8.ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lorenzi, A. G. A. & Procopiuck, M. & Quandt, C. O. (2009). Governança corporativa: a situação das empresas brasileiras em relação às melhores práticas.. *Revista Brasileira de Estratégia*, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 105-119.
- Maestri, C. O. N. M. *et al.* (2016). Governança corporativa e o impacto no custo de capital próprio. *Revista de Finanças Aplicadas*. Disponível em: <<http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/viewFile/302/pdf>>. Acesso em: 26 mai. 2017.
- Rodriguez, G. M. (2017). *O papel do investidor minoritário na Mercado de capitais brasileiro*. Conselho regional de economia. Disponível em: http://www.coreconsp.org.br/images/upload/file/OpapeldoinvestidorMinorityYrio_1285962149.pdf. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Matos, P. (2017). *Uma avaliação de “dual class shares” no Brasil*. Um Estudo da Reforma do Novo Mercado, relatório encomendado pelo CFA Institute, Associação de Investidores no

- Mercado de Capitais (AMEC) e CFA Society Brazil. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf>. Acesso em: 31 mai. 2017.
- Newhall, C. L. (2004). Benefits and Opportunities in Mediation and Arbitration. *Journal*, 07328435, Mar 2004, v. 74, n 3.
- Orrego, F. (2002). Arbitration in a new international alternative dispute resolution system. *Dispute Resolution Journal*. v. 57, n. 2.
- Ponte, V. M. R. et al. (2012). Motivações para a adoção de melhores práticas de governança corporativa Segundo diretores de relações com investidores. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 9, n. 3, p. 255-269.
- Pratt, D. (2017). *Journal of Pension Benefits: Issues in Administration*.
- Rodrigues, A. A. D. O. N. (2008). *O efeito entrincheiramento e a expropriação de riqueza dos minoritários*, 2008.
- Saito, R. & Silveira, A. M. (2015). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 79-86.
- Santos Silva, C. C. & Martins, O. S. (2015). Valor e práticas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*. v. 5, n.3, p.26-41.
- Sec, *Securities and Exchange Commission*. Disponível em <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2.
- Silveira, et al. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 44, n. 3, p.173-189. Disponível em: <<http://www.lti.pro.br/userfiles/downloads/Evolucao%20e%20determinantes%20qualidade%20governanca%20corporativa%20Brasil.pdf>>. Acesso em: 24 mai. 2017.
- Thiel, A. (2014). *Environmental Policy & Governance*, v. 24, n 4, p 289-306.
- Timm, L. B. (2017). Arbitragem societária em risco? *Migalhas*, 6 de fevereiro de 2017. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI252856,61044-Arbitragem+societaria+em+risco>>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Timm, L. B. & Jobim, E. (2007). A Arbitragem, os Contratos Empresariais e a Interpretação Econômica do Direito. *Direito & Justiça*, Porto Alegre, v. 33, n. 1, p. 80-97.
- Vieira, S. F. A. & Cintra, R. F. & Yamazaki, K. F. & Costa, B. K. & Cassol, A. (2015). A importância das práticas de governança corporativa a luz do princípio da transparência: um estudo de caso em uma empresa do setor de não tecidos. *Perspectiva, Erechim*. v. 39, n.146, p. 137-149. Disponível em: < http://www.uricer.edu.br/site/pdfs/perspectiva/146_515.pdf>. Acesso em: 29 mai. 2017.
- Yamamoto, M. M. & Prado, J. E. (2003). Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. São Paulo: *Revista BOVESPA*, n. 88, p. 42-43.
- Zattoni, A. & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives, v. 16, n.1, p. 1–15. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/4754259_Why_Adopt_Codes_of_Good_Governance_A_Comparison_of_Institutional_and_Efficiency_Perspectives> . Acesso em: 25 mai. 2017.