
A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais

Érica Gorga

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro é subdesenvolvido, não provendo financiamento desejável para as companhias. A propriedade acionária é altamente concentrada, existindo elevados benefícios privados do controle. Uma reforma jurídica na Lei das Sociedades Anônimas foi proposta visando ao fortalecimento do mercado, por meio de maior proteção aos investidores. Neste trabalho, analisa-se a Lei n.10.303/2001, fruto da reforma, avaliando seu impacto econômico sobre o desenvolvimento do mercado. Argumenta-se que muitas das mudanças propostas foram meramente paliativas, uma vez que acionistas controladores conseguiram capturar a legislação em aspectos cruciais. Aparentemente, a teoria da escolha pública poderia explicar o resultado da reforma, pois ela assume que grupos de interesses conseguirão capturar a legislação durante o processo legislativo, influenciando reformas em benefício próprio. Argumenta-se, entretanto, que tal teoria não oferece explicação satisfatória em face das circunstâncias particulares do ambiente institucional brasileiro. Desenvolve-se uma abordagem alternativa, baseada em North, incorporando-se a cultura ao modelo econômico para explicar os resultados de reformas jurídicas. Argumenta-se que a cultura pode potencializar ou atenuar interesses oportunistas. No caso brasileiro, explica-se como interesses oportunistas combinados com valores culturais impediram mudanças institucionais. Explora-se como a cultura pode influenciar a governança corporativa, concluindo-se que a reforma ficou muito aquém do que poderia ter sido alcançado num outro contexto sociocultural.

Palavras-chave: governança corporativa, mercado de capitais, lei das sociedades anônimas, cultura.

1. INTRODUÇÃO

Recentemente, pesquisadores têm analisado quais as condições institucionais necessárias para o desenvolvimento de mercados de capitais. La Porta *et al.*

A autora agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP) e ao *Stanford John M. Olin Program in Law and Economics* pelo apoio e pelo suporte financeiro para a realização da pesquisa relatada neste artigo.

Recebido em 17/março/2004
Aprovado em 04/novembro/2004

Érica Gorga é Doutoranda em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (CEP 01005-010 — São Paulo/SP, Brasil) e Pesquisadora em Direito dos Negócios da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EDES-SP-FGV). Foi *Visiting Scholar* na *Stanford Law School*.
E-mail: ericagorga@fgvsp.br
Endereço:
Fundação Getúlio Vargas
Escola de Direito de São Paulo
Rua Rocha, 233
01330-000 — São Paulo — SP

(1997, 1998, 2000) argumentam que a proteção aos acionistas minoritários, particularmente por meio de legislação (normas formais) e níveis adequados de cumprimento (*enforcement*) das normas, é fator determinante para o desenvolvimento desses mercados. Mas como podem os países obter sucesso na criação dessas leis adequadas ao desenvolvimento do mercado de capitais? Ainda mais importante, como podem os países assegurar o cumprimento das leis, para que elas não se tornem simples leis no papel?

Criar legislação eficiente não é tarefa fácil. De acordo com estudiosos da teoria da escolha pública (*public choice theory*), grupos de interesses que racionalmente perseguem a maximização de sua utilidade farão *lobby*, influenciando a aprovação de legislação que os beneficie (*rent-seeking behavior*). Portanto, mudanças institucionais que promovam eficiência tenderão a ser barradas.

O que se sabe sobre mudança institucional? De acordo com North (1990) a mudança institucional ocorre por meio da alteração de preços relativos e/ou alteração de preferências. A economia neoclássica lida bem com a primeira fonte de mudança institucional, mas não com a segunda. Isso porque economistas têm assumido preferências como sendo exogenamente determinadas, e essa assunção não reconhece que cultura e ideologia podem influenciar a evolução de gostos e de preferências⁽¹⁾. Apesar de ainda não ser clara qual a proporção exata entre alteração de preços e alteração de preferências que pode levar à mudança institucional (NORTH, 1990), existem autores que consideram regras informais (*informal constraints*)⁽²⁾ ou normas sociais como elementos centrais que influenciam mudanças institucionais.

Normas sociais são regras informais, desprovidas de coerção judicial, criadas por determinada sociedade de acordo com a cultura e a ideologia nela existentes. A mudança institucional, portanto, pode depender de mudança cultural ou ideológica. North (1981) conceitua ideologia como um dispositivo que proporciona uma “visão de mundo” aos indivíduos, de modo que o seu processo de tomada de decisão é simplificado⁽³⁾. Por exemplo, a ideologia pode simplificar um processo de decisão ao reduzir o número de opções que o agente leva em consideração, ou ao determinar suas preferências. A ideologia também pode restringir as habilidades de tomada de decisão do agente. É possível que uma ideologia esteja tão arraigada na sociedade que uma mudança num conjunto de preços relativos por si só não seja suficiente para alterar as perspectivas estabelecidas ou processos de decisão individual. Em consequência, fatores culturais preestabelecidos impedirão mudanças em instituições formais e informais, fazendo surgir um equilíbrio estável (NORTH, 1981).

Este trabalho contribui para a discussão de como valores e normas sociais existentes numa sociedade podem impedir a adoção de condutas empresariais mais eficientes, objetivando analisar as instituições⁽⁴⁾ (formais e informais) que moldam estruturas de governança corporativa e discutir por que nor-

mas ineficientes podem persistir, mesmo havendo esforços para modificá-las. O trabalho expande a tese de Douglass North de que ideologia pode explicar mudanças institucionais, a partir da investigação de como a ideologia pode determinar resultados econômicos. O trabalho usa a reforma brasileira da Lei das Sociedades Anônimas ocorrida em 2001 como sua base de investigação.

Na seção 2, discutem-se as inter-relações entre a reforma da Lei n.10.303/2001, a literatura da escolha pública e a cultura. Na seção 3, analisam-se brevemente as principais mudanças no ambiente institucional formal (no Direito) acarretadas pela reforma dessa lei. Na seção 4, introduzem-se variáveis culturais ao modelo econômico tradicional e explica-se por que a teoria da escolha pública é incompleta na sua tentativa de explicar o resultado da legislação que disciplina a governança corporativa no Brasil. Na seção 5, discute-se brevemente o ambiente institucional brasileiro, levando-se em consideração aspectos históricos, políticos e sociais que tornaram possível a manutenção de determinadas características culturais. Na seção 6, analisa-se como essas normas culturais podem restringir o desenvolvimento do mercado de capitais. Em conclusão, o trabalho demonstra como a cultura pode influenciar políticas públicas e práticas privadas de governança corporativa. Tal conclusão afeta a literatura de Direito e Economia, mostrando que a cultura pode desempenhar um papel tão importante nos resultados econômicos quanto o egoísmo no modelo da escolha pública.

2. LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS, TEORIA DA ESCOLHA PÚBLICA E CULTURA

Com o propósito de prover condições para o desenvolvimento do mercado, foi aprovada no Brasil, em 2001, a reforma na Lei das Sociedades Anônimas. As propostas iniciais objetivaram o fortalecimento de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, de acordo com modelos correntes de boas práticas de governança corporativa. Aspectos cruciais dessas propostas, entretanto, foram descartados durante o processo legislativo devido à pressão exercida por grupos de interesse de controladores, que conseguiram capturar a legislação tanto direta quanto indiretamente.

Diretamente, e de modo mais efetivo, os grupos de interesse pressionaram os legisladores e o Presidente⁽⁵⁾ para descartar mudanças que aumentariam os direitos de acionistas minoritários. Foi abandonada, por exemplo, a proposta que requeria que compradores potenciais do bloco de controle fizessem uma oferta pública obrigatória para comprar ações minoritárias votantes pelo **mesmo preço** pago pelas ações do controlador. Devido ao *lobby*, o preço requerido pela lei para a oferta pública foi reduzido a 80% daquele pago às ações do bloco de controle.

Os grupos de interesse também conseguiram influenciar de modo indireto as reformas propostas, incluindo inúmeras emen-

das no texto da lei, as quais reduziram a efetividade de direitos dos minoritários. Um exemplo disso foi a redução do limite de emissão de ações preferenciais de dois terços para meio, pois as companhias abertas existentes foram isentas do novo limite.

Num primeiro momento, o resultado quase que de manutenção do *status quo* (*path dependent*) da reforma da Lei das Sociedades Anônimas pode ser explicado pela teoria tradicional da escolha pública, conhecida como economia da política, a qual sugere que grupos de interesse influentes buscam rendas (*rents*) no processo legislativo, conseguindo capturar legislações em seu benefício por meio de esforços de *lobby*. Assim, grupos de interesse influenciam transferências de riqueza no processo político, obstruindo reformas econômicas eficientes. A escolha pública também assume que é usualmente custoso estabelecer grupos de interesse. Conseqüentemente, os grupos já existentes terão vantagens no mercado político sobre os novos grupos de interesse, os quais enfrentam os custos de estabelecer sua infra-estrutura⁽⁶⁾. A teoria da escolha pública pode oferecer uma explicação convincente para o caso da reforma da Lei das Sociedades Anônimas, já que os controladores de fato conseguiram capturar em grande parte a legislação para benefício próprio. Entretanto, o que se pretende é argumentar que o modelo da escolha pública não oferece uma explicação completa por não detectar a ideologia e a cultura enraizadas na sociedade, importantes variáveis capazes de influenciar esse resultado.

Cultura e ideologia são variáveis importantes para a explicação de mudanças institucionais: trazê-las para a análise conduz a explicações diferentes das proporcionadas pelo modelo econômico tradicional. A teoria da escolha pública não consegue explicar facilmente por que muitos países editaram leis que protegem os interesses de acionistas minoritários e obtêm sucesso no seu cumprimento⁽⁷⁾. North (1981) argumenta que um modelo econômico que não inclua um componente ideológico não pode explicar adequadamente por que algumas mudanças aconteceram na história e outras não.

Por um lado, cultura ou ideologia podem dissipar pressões *rent-seeking* em um contexto específico e explicar a emergência de outros grupos de interesse (como aqueles de interesse de minoritários). Por exemplo, quando a sociedade considera ultrajantes algumas formas de compensação de administradores, eles não utilizarão essas práticas. Administradores têm preocupação com sua reputação e, uma vez que a sociedade condena fortemente certas práticas, o custo de oportunidade por incorrer nelas será muito alto⁽⁸⁾. Por outro lado, cultura ou ideologia podem influenciar o aumento de poder de grupos de interesses estabelecidos. Por exemplo, se a sociedade tacitamente aceita certas práticas e não exerce pressão suficiente para modificá-las, os administradores não serão constrangidos a adotar padrões de compensação mais adequados.

Se existem interesses oportunistas (*rent-seeking*) poderosos, juntamente com uma cultura que lhes dê suporte, pode-se esperar que reformas tendam a resultar na manutenção do *status*

quo. Tal argumento explica por que a reforma da Lei das Sociedades Anônimas fracassou em sua essência, apesar de ter existido pressão internacional significativa para a adoção de melhores práticas de governança corporativa. A cultura pode fazer interesses *rent-seeking* mais ou menos efetivos.

3. PRINCIPAIS MUDANÇAS DA REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Para lidar com o fraco desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, uma nova reforma na legislação das sociedades anônimas buscou prover as condições para fortalecê-lo. O processo legislativo ajuda a explicar o conteúdo da nova lei⁽⁹⁾. Em maio de 1997, o deputado Luiz Carlos Hauly fez uma proposta inicial de emenda à Lei n.6.404/1976, como parte do Projeto de Lei n.3.115/1997, propondo a criação de uma nova classe de ações, as *golden shares*, que garantiriam ao Estado o poder de veto em determinadas matérias após o processo de privatização. O Projeto de Lei n.3.519/1997 foi, então, juntado à proposta com o intuito de assegurar alguns direitos aos acionistas minoritários, como proibir a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, estabelecendo o padrão de **uma ação-um voto**. Esse Projeto de Lei também criava um conselho fiscal permanente nas companhias abertas e o direito para acionistas minoritários, com no mínimo 5% de ações ordinárias, de eleger a maioria dos membros do conselho fiscal. Outra proposta, a do Projeto de Lei n.1.000/1999, estabelecia o direito para acionistas preferencialistas, com mais de 15% do capital total da companhia, de eleger um membro do conselho de administração.

A análise das propostas competia ao deputado Émerson Kapaz, da Comissão de Economia, Indústria e Comércio. Antes de dar o seu voto, ele apontou a necessidade de uma profunda reestruturação da organização das empresas e do fortalecimento do direito dos acionistas minoritários, a fim de que o crescimento e a eficiência do mercado de capitais fossem promovidos. Kapaz criticou os abusos cometidos por acionistas controladores contra acionistas minoritários, argumentando que os controladores não devem beneficiar-se em prejuízo dos interesses da companhia. Suas propostas incluíram o restabelecimento de *tag along* (100% do preço pago pelas ações do bloco de controle) para acionistas minoritários ordinários em caso de alienação de controle e um novo requerimento para distribuição mínima de dividendos.

No seu voto, Kapaz afirmou que o limite de dois terços para a emissão de ações preferenciais permitido pela legislação era exagerado. Entretanto, em vez de apoiar a proposta que proibia a emissão de preferenciais, argumentou que a emissão de ações preferenciais até o limite de 50% permitiria a capitalização das companhias, reduzindo o atual desequilíbrio entre capital e direito a voto. Além disso, o deputado considerou que, se o novo limite para emissão de preferenciais de 50% fosse obrigatório, controladores seriam obrigados a investir

mais capital numa oferta pública para manter o controle e impedir a dispersão acionária. Ele concluiu que esse resultado inibiria novos investimentos e decidiu que o limite de 50% deveria ser aplicado somente a companhias que abrissem seu capital após a edição da nova lei. Embora defendendo o direito de acionistas minoritários, Kapaz, no fim das contas, votou no sentido da manutenção do *status quo*, permitindo que o limite de emissão de dois terços de ações preferenciais continuasse a vigorar para as companhias existentes⁽¹⁰⁾.

Da mesma forma que as propostas para reforma do limite de emissão de preferenciais, muitas outras foram substancialmente alteradas durante o processo legislativo, que durou mais de quatro anos. Neste artigo, analisa-se agora como as propostas para proteção aos acionistas minoritários fracassaram consideravelmente em mudar o *status quo*, pois associações de controladores exerceram pressão para a modificação de vários artigos e para a introdução de outros destinados à proteção de seus interesses. Em comparação à reforma originalmente proposta, acionistas minoritários perderam em assuntos importantes⁽¹¹⁾. A lei definitiva, Lei n.10.303, foi promulgada em 31 de outubro de 2001.

Algumas das principais alterações trazidas pela reforma serão agora discutidas. Não se pretende discutir todas as mudanças, mas focar apenas aquelas consideradas necessárias para o desenvolvimento do mercado de capitais. Deve-se ressaltar que a reforma inclui algumas mudanças apropriadas, como a possibilidade de disputas (entre acionistas e a companhia ou entre acionistas controladores e minoritários) serem resolvidas por arbitragem. Também são positivos tanto o aumento do poder individual dos membros do conselho fiscal quanto a norma que obriga os administradores a revelar quaisquer mudanças em sua propriedade à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e às bolsas de valores onde as ações da companhia são negociadas⁽¹²⁾. Em geral, todavia, o texto da lei é ambíguo, e interpretações diversas podem ser advogadas com base na sua linguagem, o que aumenta os custos de sua aplicação prática.

3.1. Ações preferenciais

3.1.1. Limite de emissão

O requerimento de que cada ação tenha direito a voto é considerado uma regra essencial para que se proporcione proteção adequada aos acionistas. Quando as ações apresentam direito a voto, existe uma interligação entre investimento econômico e poder de decisão sobre o mesmo, o que tende a contribuir para a maximização do valor da companhia (GROSSMAN e HART, 1988; GORDON, 1988; LA PORTA *et al.*, 1998). Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra uma ação-um voto contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia⁽¹³⁾.

As sociedades anônimas brasileiras não estão sujeitas à regra uma ação-um voto; assim, podem emitir ações preferenciais, sem direito a voto, separando o investimento financeiro do direito de tomada de decisão na empresa⁽¹⁴⁾. Em troca da ausência do direito a voto, as ações preferenciais gozam de vantagens no recebimento de dividendos. Discutir-se-á esse assunto no próximo tópico.

A recente reforma legislativa (Lei n.10.303/2001) diminuiu o número permitido de emissão de ações preferenciais numa oferta pública de ações. Antes dessa mudança, as empresas podiam emitir até dois terços de ações preferenciais em face do total de ações emitidas. Agora, esse número-limite caiu para meio, segundo o artigo 15, parágrafo 2º, da Lei n.10.303/2001. Entretanto, deve ser ressaltado que, embora essa regra pudesse trazer benefícios à eficiência organizativa das empresas por reduzir a disparidade entre investimento e direito a voto, grande parte desses benefícios caiu por terra devido às disposições do parágrafo 1º do artigo 8 da Lei n.10.303/2001, que permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive no tocante a novas emissões.

Assim, companhias que ainda não tinham dois terços de ações preferenciais na formação de seu capital social, continuaram podendo atingir tal limite em emissões futuras, aumentando, portanto, ainda mais a disparidade atualmente existente entre investimento e poder de decisão. Tal resultado da lei foi fruto da pressão de controladores que argumentaram que tinham o “direito adquirido” de emissão de preferenciais até o limite de dois terços, já que a Lei n.6.404/1976 assim dispunha, argumento que não procede. Em outras palavras, as regras não mudaram para as companhias abertas existentes. O novo limite de 50% somente será aplicado a novas companhias e às companhias fechadas que decidirem abrir o seu capital.

É interessante lembrar que, em 1997, quando os direitos dos acionistas minoritários nas alienações de controle foram banidos por ocasião da Lei n.9.457/1997, o argumento de “direito adquirido” dos minoritários não foi acolhido, revelando que, na prática, as regras jurídicas são manipuladas para servir a interesses particulares de grupos de pressão. Foi o que ocorreu tanto na reforma de 1997, que visou ao favorecimento do próprio governo no processo de privatização, quanto na atual reforma, que manteve um sistema que favorece os controladores, o que é fortemente criticado por Kahn (1999, p.9): “O Direito não pode parecer ser um produto de uma classe particular ou de interesses faccionários. Nem pode parecer como produto arbitrário de um momento histórico particular”.

3.1.2. Direito a dividendos

Como contrapartida à perda do direito a voto, ações preferenciais normalmente recebem vantagens, seja na forma de dividendos mais altos que as ações ordinárias e/ou contando com maior prioridade no pagamento dos dividendos. A reforma teve

inicialmente como objetivo dar maior proteção aos acionistas preferencialistas a partir do aumento do valor mínimo do dividendo que uma companhia deve distribuir. Anteriormente, a lei assegurava que as ações preferenciais recebessem no mínimo um dividendo 10% maior do que aquele pago às ações ordinárias, se o dividendo fosse do tipo variável, mas não estabelecia um dividendo mínimo obrigatório.

O novo artigo 17, parágrafo 1º, estipula que as ações preferenciais só serão aceitas para negociação nos mercados de valores mobiliários se receberem alternativamente uma das seguintes vantagens:

1. a antiga garantia de dividendo pelo menos 10% superior ao pago às ações ordinárias;
2. a garantia de ter uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício calculado na forma prevista;
3. o direito a receber o mesmo tratamento que os acionistas ordinários na alienação de controle.

Note-se que ações preferenciais negociadas nos mercados de valores mobiliários não podem mais ter dividendos fixos *ex ante*. No entanto, é duvidoso que o estabelecimento de um dividendo obrigatório, tal como prevê a nova alternativa legal (vantagem 2), garanta que acionistas preferencialistas recebam dividendos lucrativos o bastante se comparados aos dividendos pagos às ações ordinárias. O ganho dos acionistas preferencialistas só será efetivo se a companhia que optar por usar esse tipo de remuneração tiver um alto patrimônio líquido (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002). Ainda assim, nesse caso, se o dividendo estabelecido pela nova opção tender a ser mais elevado, a hipótese mais plausível é que a maioria das companhias prefira manter a sistemática anterior de pagar um dividendo 10% superior às ações preferenciais em relação às ações ordinárias (vantagem 1), o que já era assegurado pela Lei n.6.404/1976, antes da reforma⁽¹⁵⁾.

A vantagem 3, isto é, a possibilidade de que as ações preferenciais sejam incluídas na oferta pública de alienação de controle, recebendo no mínimo 80% do preço pago às ordinárias integrantes do bloco de controle, pode significar grande vantagem para preferencialistas no caso de uma venda de controle. Essa alternativa contribui para a redução do custo de agência e vem sendo adotada por algumas companhias⁽¹⁶⁾; entretanto está longe de ser a alternativa mais utilizada pelo mercado. A razão disso é a relutância de controladores em “dividir” o valor de seus benefícios privados de controle com acionistas preferencialistas quando da venda do controle da companhia.

O ganho das ações preferenciais pode ainda ser pequeno se comparado com os retornos de investimentos de renda fixa. As taxas de juros são, no entanto, um dos grandes inibidores do desenvolvimento do mercado de capitais nacional: quando altas, o investidor pode não querer investir em renda variável (ações), porque poderá encontrar outros investimentos de renda fixa atrativos o suficiente para desencorajá-lo de procurar

investimentos de maior risco. Altas taxas de juros propiciam uma razão adicional para os investidores adotarem um comportamento risco-adverso (*risk-adverse behavior*), já que podem conseguir remuneração considerável, sem correr riscos.

Em conclusão, a reforma ainda abre margem para a manutenção da situação anteriormente existente. Ações preferenciais, em sua maioria, provavelmente continuarão a receber dividendos no mínimo 10% superiores àqueles pagos às ordinárias, prática que já era largamente utilizada antes da reforma.

3.2. Representação de acionistas minoritários no conselho de administração

O direito societário deve prever mecanismos que permitam aos acionistas minoritários eleger conselheiros. Estudiosos argumentam que a representação da minoria no conselho de administração tem função útil, pois dá acesso a informações sobre a gestão da companhia e assegura que a companhia tenha um diretor *outsider*, isto é, independente do grupo majoritário para a tomada de decisões (BLACK e KRAAKMAN, 1996; AVILOV *et al.*, 1999).

Um mecanismo de voto múltiplo para acionistas minoritários que detivessem 10% do capital votante da companhia já era estipulado pelo direito societário brasileiro. A nova reforma objetivou expandir esses direitos para que os acionistas preferencialistas e ordinários minoritários pudessem eleger representantes no conselho. O novo parágrafo 4º do artigo 141 da Lei n.6.404/1976 dispõe que terão direito de eleger um membro do conselho de administração — numa eleição separada na assembléia geral, estando o acionista controlador excluído dessa eleição — acionistas de uma companhia aberta detentores de ao menos 15% das ações com direito a voto, ou de ações preferenciais que representem ao menos 10% do capital total⁽¹⁷⁾.

Essa medida representa, sem dúvida, um avanço, pois possibilita aos acionistas preferencialistas e minoritários, detentores de ações votantes, a indicação de um representante para monitorar e participar na gestão da sociedade. Tendo um representante no conselho, esses grupos poderão ter acesso às informações sobre a condução dos negócios sociais, o que contribui para a diminuição do custo de agência na administração da sociedade.

Entretanto, tal medida fez com que o grupo de controladores viesse a se proteger contra a possibilidade, ainda que remota, de acionistas minoritários virem a dominar o conselho de administração. O novo parágrafo 7º do artigo 141 veio **frear** eventual escalada minoritária, objetivando que os representantes dos acionistas minoritários possam ser **anulados** pelo aumento de representantes do acionista controlador no conselho de administração⁽¹⁸⁾.

Vale a pena discutir como essa medida será aplicada na prática. Suponha-se que o estatuto social da companhia disponha que o conselho de administração será composto por cinco

conselheiros. Suponha-se que um deles seja eleito a partir do mecanismo de voto múltiplo. Suponha-se, também, que os outros dois diretores sejam eleitos em consonância com o artigo 141, parágrafo 4º. Nesse caso, sendo três os conselheiros eleitos por acionistas minoritários ordinários e preferencialistas, apenas dois seriam eleitos pelo acionista controlador, que não poderia eleger a maioria dos conselheiros. Nesse caso, aplica-se o parágrafo 7º do artigo 141, e o acionista controlador terá o direito de eleger o mesmo número de conselheiros apontados pelos acionistas minoritários (preferencialistas e ordinários): nesse exemplo, três, **mais um**. Isso significa que o acionista controlador poderá eleger quatro conselheiros, apesar de o estatuto social prever que o conselho de administração seria composto por cinco conselheiros. A companhia acabará tendo sete conselheiros: três apontados por acionistas não-controladores nos termos descritos acima e quatro eleitos pelo acionista controlador. O parágrafo 7º do artigo 141 garante que o conselho de administração seja sempre constituído, em sua maioria, por conselheiros apontados pelo acionista controlador.

Além disso, Black (2000) discutiu como o mecanismo de eleição de acionistas preferencialistas foi enfraquecido durante o processo legislativo, devido às seguintes restrições:

- só acionistas que tiverem titularidade ininterrupta de ações preferenciais por pelo menos três meses antes da eleição terão direito de voto, de acordo com o artigo 141, parágrafo 6º;
- acionistas não podem eleger conselheiros que ocupem cargos em companhias consideradas concorrentes, de acordo com o artigo 147, parágrafo 3º, inciso I; ou que com ela tenham “interesse conflitante”, não sendo claro o que isso possa significar.

Essa análise mostra que, apesar de os mecanismos de voz dos acionistas minoritários no conselho de administração serem um avanço, os acionistas majoritários tentaram enfraquecer esse direito na prática.

3.3. Direitos na alienação de controle

Acionistas minoritários devem ser protegidos na alienação de controle quando os benefícios privados de controle são elevados, a fim de que sejam impedidas vendas ineficientes do controle societário (BLACK e KRAAKMAN, 1996). Embora o direito a *tag along* possa impedir vendas eficientes de controle em alguns casos (BEBCHUK, 1994), ele é necessário no contexto da governança corporativa nacional, conforme as razões expostas a seguir.

Segundo Bebchuk (1999), benefícios privados do controle são as vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia em detrimento dos outros acionistas. Esses benefícios serão superiores quando a proteção dos acionistas minoritários for mais fraca. Benefícios privados podem ser pecuniários, englobando, por exemplo, a possibilidade de os controladores realizarem negócios entre si mesmos e a empre-

sa (*self-dealing*) ou a possibilidade da realização de ganhos nos mercados a partir da detenção de informação privilegiada (*insider trading*). Benefícios privados podem, outrossim, ser não-pecuniários, o que ocorre, por exemplo, quando o controlador maximiza sua utilidade a partir do controle que exerce na tomada de decisões da companhia. Por exemplo, o controle pode criar retornos não-monetários ao controlador que tenha fundado a companhia, quando o controle esteve sempre nas mãos da família do controlador ou quando o controlador da firma auferia prestígio por estar em tal posição. Quanto maiores forem os benefícios privados do controle, maior será a tendência de os controladores evitarem a venda do controle pulverizado no mercado (BEBCHUK, 1999)⁽¹⁹⁾.

Existem estudos que buscam medir a quantidade de benefícios privados que os controladores extraem da companhia. Dyck e Zingales (2002), baseados numa mostra de 412 operações de venda de controle realizadas em 39 países entre 1990 e 2000, demonstraram que, no Brasil, os benefícios privados do controle atingem 65% do *equity value*, o valor mais elevado de todos os países da amostra. Esse número é extremamente elevado em relação à média do valor do controle societário da amostra que se situa na casa dos 14%⁽²⁰⁾. O resultado obtido por Dyck e Zingales (2002) contrasta com o de Nenova (2000). Usando uma amostra de 661 sociedades com ações de duas classes (com direito a voto e sem direito a voto) em 18 países, em 1997, a pesquisadora demonstrou que o valor do controle no Brasil situa-se na casa de 16% a 32% do valor da firma⁽²¹⁾. De qualquer forma, ambas as análises demonstram que os benefícios privados do controle no Brasil são elevados o suficiente para significarem uma barreira ao bom funcionamento dos mercados.

Quando não existe direito a *tag along* em ambientes com elevados benefícios privados do controle, compradores potenciais terão fortes incentivos para adquirir o controle e expropriar os acionistas minoritários. O estudo de Nenova (2001) demonstrou que benefícios privados de controle aumentaram significativamente após a revogação do direito a *tag along*, em 1997. Mudanças na proteção jurídica de acionistas minoritários afetam diretamente o valor do controle das companhias abertas brasileiras, pois a autora conclui que o valor do controle cresceu mais de duas vezes após a edição da Lei n.9.457/1997, que enfraqueceu a proteção aos acionistas minoritários. No começo de 1999, houve um movimento contrário devido à nova mudança jurídica, com a edição da Instrução n. 299/1999 da CVM. Tal instrução devolveu alguma proteção aos acionistas minoritários. Como resultado, os valores de controle caíram significativamente de acordo com padrões anteriores à mudança de 1997. A evidência empírica sugere que a legislação impacta a quantidade de benefícios privados de controle, e, quando o direito é mais protetor para com os acionistas minoritários, diminui a disparidade entre o valor pago por ações minoritárias e por aquelas de controle (NENOVA, 2001).

O novo artigo 254-A da Lei n.6.404/1976 dispõe que a transferência direta ou indireta de controle de uma companhia aber-

ta somente pode ser efetuada com a condição de que o comprador aceite conduzir uma oferta pública para adquirir as ações votantes detidas pelos acionistas remanescentes⁽²²⁾. O preço de oferta para essas ações deverá ser no mínimo de 80% do valor pago pelas ações votantes que constituem o bloco de controle.

Vale a pena ressaltar que, anteriormente à mudança de 1997, a Lei n.6.404/1976 exigia a oferta obrigatória do **mesmo preço** pago (100%) pelo bloco de controle às ações votantes minoritárias. A nova disposição da Lei n.10.303/2001 garante apenas 80% do preço pago às ações do controle. Essa nova medida significa, portanto, menor proteção aos acionistas minoritários do que aquela que existia na vigência do antigo artigo 254, sendo resultado da pressão de acionistas controladores para que o restabelecimento do direito dos acionistas minoritários não fosse total. É de se notar que, ao estipular direito a *tag along* de apenas 80%, a lei endossa expressamente a extração de benefícios privados de controle por parte dos controladores.

Uma crítica feita por Black (2000) é que a oferta de aquisição não é obrigatória aos acionistas preferencialistas, deixando de ter o requerimento de oferta a sua aplicação mais desejável, já que as ações preferenciais compõem a maior parte do capital das maiores companhias. Como discutido acima, controladores podem optar por assegurar direito a *tag along* para ações preferenciais como uma alternativa de compensação. Entretanto, essa é apenas uma possibilidade dentre as três abertas pela lei e não é a mais usada no mercado.

Estudiosos têm questionado a vantagem da imposição de *tag along* pela reforma. Supostamente, argumenta-se que o *tag along* de 80% seria muito oneroso para o comprador potencial, o que poderia impedir vendas de controle⁽²³⁾. Existe, de fato, um *trade off* entre adotar *tag along* ou não. É necessário, entretanto, analisar qual regra cria melhores incentivos na maioria dos casos: deixar o mercado livre para adotar ou não *tag along*, ou seja, a “regra de mercado”; ou, ao contrário, impor o *tag along*, ou seja, a “regra obrigatória”. Num ambiente em que o potencial para confisco do valor dos minoritários é alto, os benefícios esperados da imposição de *tag along* suplantam os custos que estes poderiam impor em alienações eficientes de controle. A “regra de mercado” provou-se ineficiente no caso brasileiro (NENOVA, 2001). Portanto, a adoção da “regra obrigatória” é indispensável nesse contexto para que se proteja o valor das ações dos acionistas minoritários. A reforma legal deveria, portanto, ter restabelecido *tag along* de 100%, porque *tag along* de 80% ainda permite possibilidade de considerável expropriação, incentivando os benefícios privados de controle a permanecer num patamar alto não desejável.

3.4. Acordo de acionistas

Acordos de acionistas podem servir para organizar tanto os interesses de controladores como os de minoritários. Como

outros contratos, esses acordos devem estabelecer obrigações para as partes que o concluíram, isto é, os acionistas.

A nova reforma criou a figura de acordos de acionistas que obrigam terceiros que não concluíram o acordo. A reforma estabelece que se o acionista que é parte em acordo de acionistas estiver ausente em uma assembléia geral, não votando nos assuntos especificados no acordo de acionistas, qualquer parte prejudicada terá o direito de votar com suas ações. Nessa hipótese, a lei conferiu habilidade aos acionistas para fazer cumprir o acordo (*remedy*). Além disso, a lei diz que o presidente da assembléia não poderá computar um voto que esteja conflitante com disposições do acordo. A interpretação combinada do artigo 118, parágrafo 8º, e artigo 118, parágrafo 9º, entretanto, prevê também que os conselheiros da companhia serão obrigados a votar de acordo com os termos do acordo de acionistas concluído pelos acionistas que os elegeram. Assim, os conselheiros terão de cumprir os termos do acordo tal como se eles fossem parte nele, tendo seus votos vinculados ao teor de acordo de acionistas celebrado pelos acionistas que os elegeram. Os conselheiros não serão independentes para decidir sobre assuntos que já tenham sido tratados por acordo de acionistas.

Ocorre que os conselheiros são pessoalmente responsáveis por suas ações de acordo com a lei. A nova disposição da lei com relação a acordo de acionistas está em conflito com o disposto no parágrafo 1º do artigo 154 da Lei n.6.404/1976⁽²⁴⁾. Quem será responsabilizado pelo voto de um conselheiro que estava legalmente vinculado a votar conforme o acordo de acionistas? Esse é um importante aspecto que a lei não disciplina. Se o conselheiro não for independente para decidir, como poderá ele ser responsabilizado por seu voto?

O resultado dessa situação bizarra e conflitante é que o poder do conselho de administração de tomar decisões independentes para administrar a companhia foi consideravelmente enfraquecido. Esse resultado é ainda mais estranho se se considerar que a reforma legal almejava promover boas práticas de governança corporativa. Apesar de existirem argumentos favoráveis ou contrários no que se refere ao número desejável de conselheiros independentes que devem compor o conselho, ninguém advogaria que um conselheiro **amarrado** seria recomendável.

De acordo com a visão prevalecente na prática internacional, membros do conselho de administração não devem atuar de acordo com a vontade dos acionistas que os elegeram. Conselheiros possuem mais informação sobre os negócios e estão em melhores condições para tomar decisões que considerem os interesses da companhia como um todo e não apenas os interesses de um grupo de acionistas majoritários. Desse modo, os conselheiros devem tomar suas decisões em favor de toda a companhia e não ser obrigados a atuar como agentes dos acionistas que os elegeram.

A vinculação da vontade dos conselheiros à vontade expressa no acordo de acionistas é um retrocesso, criando incentivos para que os acionistas se sintam no direito de interferir na

vontade dos conselheiros, formalizando a total dependência do conselheiro na governança corporativa nacional.

4. CULTURA COMO FATOR DETERMINANTE PARA EXPLICAR MUDANÇAS INSTITUCIONAIS

A cultura pode influenciar o processo legislativo. Literatura crescente demonstra que a cultura é capaz de diminuir custos de transação (CASSON, 1991⁽²⁵⁾; NORTH, 1994, 1995) e influenciar as decisões dos empresários (CASSON, 1991), interferindo no desempenho econômico e na governança corporativa. Entretanto, devido à dificuldade de quantificar o impacto da cultura⁽²⁶⁾, economistas têm largamente ignorado a sua influência no comportamento humano⁽²⁷⁾.

Introduzir cultura e ideologia como características centrais — não como variáveis residuais — pode clarificar por que nações apresentam padrões diferentes de governança corporativa. A ideologia, por exemplo, pode explicar a existência de um sistema ineficiente de direitos de propriedade. Um conjunto particular de regras jurídicas pode refletir a ideologia de um grupo particular de agentes. Formas de organização econômica e *enforcement* de acordos também dependem da maneira pela qual as pessoas percebem os seus custos relativos. As percepções subjetivas dos atores influenciam as relações entre *Chief Executive Officer* (CEO), conselheiros, diretores e trabalhadores, bem como a percepção da imprensa e da opinião pública. Percepções subjetivas também influenciam a relação entre o setor privado e o governo.

O modelo econômico tradicional não provê explicações satisfatórias para mudanças históricas e para o desenvolvimento econômico (NORTH, 1981)⁽²⁸⁾. A teoria da escolha pública não pode explicar adequadamente a aprovação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities and Exchange Act* de 1934 nos Estados Unidos. Nesse contexto, administradores independentes já tinham estabelecido um poderoso grupo de interesses e os acionistas minoritários estavam consideravelmente desorganizados (CHANDLER, 1977; BERLE e MEANS, 1967). Por que tais administradores não conseguiram barrar a edição dessas legislações exercendo pressão sobre os políticos? A resposta provável para essa pergunta é a queda da bolsa de 1929, a qual produziu uma mudança importante nas percepções de como o governo deveria regular o mercado. Após o *crash*, houve forte demanda por legislação que protegesse os investidores. Essa demanda por reforma foi capaz de suplantar os esforços de grupos interessados em bloqueá-la. Nesse exemplo, o esquema de regulação existente não era mais viável porque uma mudança de caráter ideológico requereu mudanças institucionais.

Roe (1994, p.27) coloca a ideologia no centro da sua teoria política para explicar a estrutura de governança particular das grandes companhias: "... política [é] interação recíproca entre interesses econômicos egoístas e ideologia (...). Escolhas políticas dependem de ideologia e poder dos grupos interessados, cada um sendo bloqueado ou aumentado por instituições polí-

ticas existentes. (...) Ideologia não é o principal nas histórias da [teoria da] escolha pública sobre normas financeiras. Isso é compreensível, mas incorreto. (...) quando uma grande massa de pessoas têm *mesmo uma preferência fraca, e essa preferência é a mesma* para a maioria das pessoas, então a ideologia importa. Para a fragmentação de instituições financeiras [nos Estados Unidos], as preferências do público em geral importaram".

O autor explica que a ideologia influenciou políticos a editar normas que diminuíam o poder de bancos e fundos de pensão, proibindo-os de adquirir participação elevada na propriedade das companhias. Do mesmo modo, Chandler (1977) argumenta que diferenças jurídicas baseadas em valores culturais tiveram particular importância em tornar possível a separação de propriedade e controle nos Estados Unidos. Chandler (1977, p.500) sugere que diferenças culturais na Europa atrasaram o aparecimento da empresa administrada por gerentes profissionais: "Na Europa, diferenças de classe podem ter feito a diferença. As famílias identificaram-se mais de perto com a empresa que fornecia a renda com a qual mantinham seus *status* do que as famílias nos Estados Unidos. Naquelas grandes empresas que integraram produção em massa e distribuição em massa e nas quais os proprietários contrataram gerentes médios para coordenar fluxos, a família continuou a dominar a alta administração. Frequentemente a família preferiu não expandir a empresa se isso significasse perda de controle pessoal".

Krugman (2002, p.66) defende que a erosão de normas sociais existentes durante o *New Deal* levou à explosão do pagamento de executivos, o que tem relação com os escândalos corporativos recentes: "... o *New Deal* teve um impacto mais profundo na sociedade americana do que até mesmo os seus mais ardentes admiradores sugeriram: ele impôs normas de relativa igualdade de pagamento que persistiram por mais de 30 anos, criando a grande sociedade de classe média que viemos a tomar como certa. Mas essas normas começaram a se dissolver nos anos 1970 e isso ocorreu num passo acelerado. A primeira manifestação para essa visão é a história da compensação de executivos. Na década de 60, as grandes corporações americanas comportavam-se mais como repúblicas socialistas do que como mordazes empresas capitalistas, e altos executivos comportavam-se mais como burocratas de espírito público do que como capitães de indústria. (...) Mas então por que os executivos não foram pagos extravagantemente 30 anos atrás? De novo, é uma questão de cultura corporativa. Para uma geração pós-Segunda Guerra Mundial, o medo de ultraje (*outrage*) manteve salários de executivos em xeque. Agora o ultraje se foi. Isto é, a explosão de pagamento de executivos representa uma mudança social ao invés de forças puramente econômicas de oferta e demanda. Nós devemos pensá-la não como uma tendência de mercado como o valor crescente da propriedade ribeirinha, mas como algo mais parecido com a revolução sexual da década de 1960 — uma flexibilização de estruturas velhas, uma nova tolerância, embora neste caso a tolerância seja financeira em vez de sexual".

Outra falha da teoria da escolha pública é ela assumir as preferências dos grupos de interesses como exogenamente determinadas. North (1981, p.56) enfatiza que “a composição e ações dos grupos de interesses não são explicáveis em termos de pressão de grupos de interesses que excluam convicções ideológicas”. Assim, os modelos mentais dos atores guiam as escolhas feitas por eles (DENZAU e NORTH, 1993), o que é de particular relevância para explicar o comportamento das elites no Brasil, como será discutido na próxima seção.

A teoria da escolha pública dá uma explicação simplista para o fracasso no Brasil da reforma das Lei das Sociedades Anônimas em propiciar mudanças capazes de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais: o grupo de interesses dos controladores foi capaz de capturar a legislação em aspectos importantes. Entretanto, a teoria da escolha pública não consegue explicar por que alguns países editam leis que estão em conflito com os interesses de grupos econômicos poderosos, enquanto outros países são incapazes de editá-las. Uma explicação possível para esses resultados diversos é que a cultura pode atuar como um anteparo para pressões de grupos oportunistas (*rent-seeking groups*). De um lado, a cultura pode restringir interesses oportunistas e tornar possíveis mudanças institucionais que não são explicadas pelo modelo econômico tradicional. Por outro, a cultura pode tornar grupos de interesses ainda mais poderosos e impedir mudanças institucionais.

As seguintes proposições podem explicar mudanças institucionais de maneira mais completa;

- a cultura pode compensar interesses oportunistas e provocar mudança institucional;
- a cultura pode potencializar interesses oportunistas, tornando mudanças institucionais mais improváveis.

A segunda proposição explica melhor o resultado das tentativas de reforma do direito societário brasileiro.

Um exemplo hipotético desenvolve melhor a hipótese de que a cultura pode potencializar interesses oportunistas, tornando impossíveis as mudanças institucionais efetivas. O exemplo, que ilustra a insuficiência da explicação da teoria da escolha pública, mostra que cultura e ideologia devem ser incluídas no modelo econômico para a explicação de mudanças institucionais efetivas⁽²⁹⁾. Considerem-se dois cenários nos quais reformas legislativas ocorreram: a edição dos *Securities Act* nos Estados Unidos e a recente reforma da Lei das Sociedades Anônimas no Brasil. Nesses cenários, α representa os esforços de *lobby* de grupos de interesse para impedir mudanças que conflitam com os seus interesses. β representa a demanda da sociedade por mudança, manifestada pela imprensa, por pressões pró-reforma exercidas sobre legisladores e pela opinião pública. Se $\beta > \alpha$, pode-se esperar que ocorra uma mudança institucional efetiva. Essa hipótese explica a edição dos *Securities Act* nos Estados Unidos. Se $\beta < \alpha$, a mudança institucional efetiva não deverá ocorrer, o que significa que a situação, após a reforma, tenderá a manter o *status quo*. Essa última hipótese explica o resultado da reforma brasileira da

Lei das Sociedades Anônimas. O argumento aqui apresentado desloca a atenção tipicamente dada a mecanismos de oferta de proteção a acionistas minoritários pelo Estado para mecanismos de demanda de proteção legislativa a esses acionistas pela sociedade.

Exemplo Hipotético — A teoria da escolha pública juntamente com a cultura/ideologia podem explicar a mudança institucional.

Considere:

α = *lobbying* de grupos de interesse poderosos contra a reforma;
 β = pressão da sociedade para mudanças (regras informais, percepções subjetivas, papel da imprensa, cultura, reação a escândalos).

Questão: A mudança institucional vai ser efetiva?

Dois cenários:

Ceteris Paribus

Grupos de Interesses Poderosos

Exemplo: *managers* nos Estados Unidos em 1920-1930 se

$\beta > \alpha \Rightarrow$ mudança institucional

Resultado: *Securities Act* nos Estados Unidos (1933, 1934)

Grupos de Interesses Poderosos

Exemplo: acionistas majoritários no Brasil se

$\beta < \alpha \Rightarrow$ mudança institucional não-significativa

Resultado: fracasso da reforma da Lei das Sociedades Anônimas no Brasil

5. A EVOLUÇÃO DO AMBIENTE INSTITUCIONAL BRASILEIRO

A partir de breve análise histórica, que ajuda a explicar o desenvolvimento da cultura empresarial nacional, discutem-se neste tópico os obstáculos a mudanças institucionais no Brasil. Para isso, focar-se-ão características ideológicas surgidas no setor privado (as preferências dos particulares para a administração de sua propriedade) e no setor público (as preferências coletivas dos grupos sociais dominantes ao determinarem o papel do Estado no tocante ao desenvolvimento econômico e às relações mantidas com o setor privado).

5.1. Setor privado

Muitas das características particulares da cultura brasileira devem suas origens às condições de vida nas grandes propriedades agrícolas durante a colonização brasileira. Os latifúndios eram pequenas sociedades complexas com uma hierarquia rígida, formada pelos senhores de terra, os trabalhadores livres e os escravos.

As atividades econômicas eram baseadas num sistema escravocrata patriarcal de exploração da terra. As pequenas vilas

urbanas dependiam dos senhores de terra, os quais possuíam uma visão de vida tradicional⁽³⁰⁾ que excluía outras atividades econômicas e quaisquer inovações (AZEVEDO, 1971; FERNANDES, 1976). Os trabalhadores livres eram forçados a se adaptar à cultura de paternalismo imposta pelos códigos morais da sociedade escravocrata. De acordo com Gilberto Freyre (2001), a colonização brasileira deu-se aristocraticamente, mais do que em qualquer outra parte das Américas.

A abolição da escravidão impactou a estrutura organizacional dos engenhos de açúcar e possibilitou o desenvolvimento da vida urbana e do comércio, ameaçando as bases da economia agrária aristocrata. Entretanto, mesmo após essa mudança institucional crítica, as estruturas sociais e econômicas persistiram. Os barões do Sul mantiveram latifúndios monocultores usando força de trabalho imigrante e adquirindo empréstimos externos para financiar a produção. Os senhores das grandes propriedades rurais, que detinham altas posições no governo, mantiveram prestígio substancial na sociedade. Leis que preservavam os direitos dos senhores perpetuaram o poder da elite.

A inatividade do senhor de engenho era considerada um símbolo de *status*: trabalho era considerado obrigação de escravos, imigrantes e pobres. Essa percepção de trabalho contrasta fortemente com a percepção desenvolvida entre os protestantes. Weber (1948) defendeu que o espírito do capitalismo, como uma atitude que busca sistematicamente o lucro racional, requer devoção ao trabalho. Em *Raízes do Brasil*, Holanda (1975) diz que a aversão ao trabalho e a herança de valores patriarcais impediram o desenvolvimento brasileiro, observando também que os valores dos senhores de terra invadiram as cidades, influenciando todas as profissões. A burguesia urbana emergente adotou as atitudes e idéias das grandes oligarquias agrárias. A falta de uma burguesia forte e independente significou o domínio das idéias modernas pelas normas tradicionais, o que se evidencia pela persistência das normas éticas da aristocracia rural, as quais permearam o corpo administrativo do governo, tanto na era colonial, quanto na republicana (HOLANDA, 1975).

A República também se baseou na estrutura econômica do latifúndio, permanecendo o poder das oligarquias tanto nas instituições democráticas quanto nas políticas regionais (AZEVEDO, 1971; HOLANDA, 1975). O poder político era utilizado para fortalecer o poder econômico das elites agrárias, o que limitou o desenvolvimento de valores democráticos.

Alguns imigrantes que substituíram os escravos nas lavouras conseguiram acumular algum capital e começaram a explorar novas oportunidades econômicas, usando sua experiência de mercados desenvolvidos para abrir negócios. Eles foram os trabalhadores assalariados que possibilitaram a formação de um mercado interno consumidor, sendo os “heróis da industrialização”, segundo Fernandes (1976)⁽³¹⁾. Os imigrantes, apesar de quebrarem alguns valores tradicionais, não tinham poder político, por isso aliaram-se à aristocracia agrária em muitas ocasiões, aceitando, assim, um sistema de governo

paternalista, que usava o Estado para a satisfação dos próprios interesses (FERNANDES, 1976; PEREIRA, 1974).

Estudiosos argumentam que a elite dirigente desempenha um papel fundamental no desenvolvimento das instituições que condicionam o desenvolvimento econômico. A formação cultural da elite e a maneira pela qual ela internaliza regras influencia seu comportamento e suas decisões políticas (CARDOSO, 1972)⁽³²⁾.

Uma visão patrimonial dominou a ideologia da elite brasileira. A propriedade de terras no Brasil sempre significou poder e *status*, o que é especialmente verdadeiro na região nordeste, onde a propriedade da terra ainda é fortemente ligada ao poder político. Posteriormente, com o desenvolvimento econômico, a propriedade de empresas tornou-se uma das principais maneiras de aquisição de *status* social. Mesmo hoje os empresários modernos lutam contra medidas que signifiquem qualquer redução nos seus direitos de controle. Muitas oportunidades de desenvolvimento foram perdidas porque a família controladora temia perder o controle da empresa, decidindo mantê-lo⁽³³⁾.

A burguesia dominante ainda retém valores aristocráticos e a mentalidade tradicional da casa-grande em suas organizações de negócios (MOTTA e CALDAS, 1997). Um aspecto desse sistema patrimonial é o papel das relações pessoais (HOLANDA, 1975). Organizações são caracterizadas por uma estrutura altamente hierarquizada, nas quais relações pessoais muitas vezes são as mais importantes. Embora freqüentemente sintam a necessidade de adotar novas estratégias, não são capazes de implementá-las porque isso requereria uma mudança nos valores e expectativas (MOTTA e CALDAS, 1997). Empresários brasileiros enfrentam um dilema entre manter o controle e maximizar o valor econômico. Um estudo conduzido pela Korn Ferry International and McKinsey & Company (2001, p. 7) revela que “muitos acionistas controladores ainda preferem manter o controle das suas companhias, mesmo ao custo de alcançar maiores ambições e com a possibilidade de restringir a maximização de valor da companhia a longo prazo”. Acionistas controladores evitam emitir ações em ofertas públicas porque desejam maximizar o valor dos negócios, desde que isso não ameace o controle. Eles continuam a perceber suas empresas como propriedade pessoal a ser pessoalmente gerida. Os custos de mudanças nas práticas negociais são altos, devido a esse tipo de preferência específica dos agentes. Assim, empresários opõem-se a níveis maiores de transparência (*disclosure*).

De acordo com o exame de Korn Ferry e McKinsey (2001, p. 18), 78% dos conselheiros “sentem que [a atual] comunicação com o mercado é satisfatória, uma vez que acreditam que comunicação excessiva resultaria em fornecer informação valiosa aos seus competidores num mercado que é ainda informal. Até mesmo companhias abertas não revelarão informação uma vez que seus competidores, muitos dos quais são companhias fechadas, não são obrigados a fazer o mesmo”.

Segundo Korn Ferry e McKinsey (2001, p. 18), a falta de informação adequada é, por outro lado, identificada como uma

barreira para maiores investimentos de acionistas minoritários. Como parte das percepções subjetivas dos agentes econômicos, os seguintes depoimentos são ilustrativos: “Enquanto eu for dono desta companhia, eu não quero nenhum conselho me chateando”, diz um proprietário/executivo. “A governança corporativa brasileira continua a demonstrar uma forte vocação para o autoritarismo”, avalia um conselheiro de administração. “Membros da família e conselheiros de administração internos claramente não querem perder ou ceder controle das suas companhias”, analisa um conselheiro de administração. “Até o mercado de capitais mudar significativamente não faz sentido falar em governança corporativa”, sentencia um proprietário/executivo.

Acionistas controladores são identificados como a maior barreira para mudanças porque querem manter o *status quo*. A sobreposição entre propriedade e liderança executiva mostra que existem poucas estruturas formais nos processos decisórios das empresas.

5.2. O setor público: o pai dos pais de família

A história brasileira é marcada pelo papel central do Estado como coordenador da atividade econômica. A família patriarcal constituiu o modelo político que guiou as relações entre governo e governados.

Historicamente, o mercado foi grandemente controlado pelo Estado. O sistema financeiro foi estabelecido pelo Estado durante o século XIX para transformar a economia depois do fim da escravidão. A infra-estrutura de um sistema industrial complexo não pode ser construída pela iniciativa privada. Foi o Estado, sob o regime autoritário e populista de Getulio Vargas, que construiu a indústria pesada brasileira. A promulgação da primeira Lei das Sociedades Anônimas ocorreu em 1940 sob esse regime. Desde os anos 1950 houve uma evolução para o capitalismo monopolista, uma política explicitamente promovida após o estabelecimento da ditadura militar em 1964.

O desenvolvimento do mercado de capitais começou com a organização dos corretores, mas não veio deles: foi realizado pelo Estado, já que os corretores eram servidores públicos. Beneficiando-se do direito exclusivo de comércio, eles estabeleceram uma Bolsa (LEVY, 1977). O modelo francês de Bolsa administrada por um Estado intervencionista influenciou a primeira fase do desenvolvimento do mercado de capitais. Os corretores oficiais eram supervisionados de perto pelo governo. Suas atividades eram reguladas por decretos que determinavam o número de corretores, os quais eram apontados pelo Presidente da República, em cada localidade, bem como as suas comissões. Os corretores empregavam seus filhos e parentes como seus assistentes, os quais herdavam os seus cargos, encorajando fortemente o nepotismo (LEVY, 1977). Assim, o desenvolvimento dessa atividade seguiu as normas tradicionais⁽³⁴⁾ brasileiras: não havia competição, porque os funcionários públicos tinham o direito exclusivo de operar, o que restringia a busca de práticas eficientes.

Levy (1977) aponta que a regulação estatal do mercado era ineficiente. As falhas da legislação ocasionaram a criação de um mercado paralelo que operava ilegalmente. Como os preços desse mercado não eram revelados na bolsa oficial, existia um problema de assimetria informacional que gerava desconfiança sobre o preço praticado na Bolsa. Além disso, as leis mudavam constantemente, o que ocasionava incertezas e instabilidade.

Foi comum, ao longo da história do Brasil, a prática de grupos econômicos usarem o governo para subsidiar crédito para financiamento de seus empreendimentos, enquanto na América do Norte, por exemplo, o mercado de capitais é usado como meio efetivo de financiamento para o desenvolvimento industrial. O governo brasileiro ditatorial queria uma mudança baseada na prática americana e decidiu promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Houve pressões para o estabelecimento de uma autoridade federal como a *Securities and Exchange Commission* americana, o que levou à criação da CVM e à promulgação da Lei das Sociedades Anônimas em 1976. Os corretores oficiais foram substituídos por uma indústria de corretagem privada controlada por bancos e grupos financeiros emergentes. No entanto, a política ditatorial favorecia a formação de grandes conglomerados, provendo muitos tipos de incentivos para o crescimento da indústria nacional. Carvalhosa (1977) argumenta que o principal objetivo da Lei das Sociedades Anônimas era promover os interesses dos grandes grupos econômicos. Tal lei foi concebida como um esforço para proporcionar condições para financiar as empresas. Entretanto, note-se que, como os empresários não queriam perder o controle dos negócios, a lei tentou conciliar ambos os objetivos, possibilitando a emissão de ações preferenciais que podiam fornecer o capital sem permitir que os acionistas tivessem poder de decisão ou controle sobre as empresas. Essa conciliação, obviamente, implicou um alto custo para o desenvolvimento de um mercado eficiente.

O Estado tentou encorajar o desenvolvimento do mercado de capitais oferecendo incentivos fiscais para companhias que abrissem o capital e também para compradores das ações. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) adquiriu ações, ajudando empresas a colocá-las no mercado e provendo crédito a taxas de juros subsidiados para os compradores das ações. O governo criava uma demanda obrigatória por ações, estabelecendo uma porcentagem mínima de investimento do *portfolio* de fundos de pensão e companhias de seguro nesses valores mobiliários. Além disso, o governo permitiu aos trabalhadores usarem o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para investimento em ações.

Essa análise demonstra que o Estado foi o principal agente atuante durante o processo de desenvolvimento do mercado de capitais. Num primeiro momento, ele regulava diretamente as Bolsas, intervindo nas suas atividades. Em seguida, providenciou incentivos para o desenvolvimento do mercado, mas endossou os interesses da elite empresária, que não queria abrir mão do controle. Por trás das atitudes contraditórias do gover-

no, transparece o fraco papel da iniciativa privada que esteve em grande parte ausente do processo, sendo um fenômeno relativamente recente. Existe uma desconfiança contínua da classe média com relação a investimento em ações, a qual foi corroborada pela falta de supervisão adequada do mercado no desenvolvimento inicial. Assim, não se instaurou uma cultura de investimento em ações.

6. COMO AS NORMAS CULTURAIS OBSTAM O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS?

As normas informais criadas a partir da cultura desenvolvida no Brasil podem atrapalhar o desenvolvimento do mercado de capitais de muitas maneiras.

A análise da formação de preferências determinantes no desenvolvimento do setor privado demonstra historicamente uma resistência a mudanças condizentes com o desenvolvimento de um capitalismo competitivo. O apego à propriedade e ao controle aparecem como formas tradicionais de manutenção de poder e *status*. Acionistas controladores brasileiros sentem-se donos exclusivos das empresas, mesmo existindo uma parcela significativa do capital nas mãos de acionistas minoritários. Assim, acionistas controladores acham que não existe razão para revelar suas operações ou “planos estratégicos”. Obviamente, um mercado de capitais em que o controle é altamente concentrado, em que as transações sobre o controle são sempre realizadas fora do mercado e com altos benefícios privados do controle, dificilmente se desenvolverá. A postura dos controladores dificulta a adoção de boas práticas de governança corporativa, como independência dos conselheiros, maior transparência e divulgação de informações, entre outras. Os acionistas minoritários levarão em conta esses fatores ao descontar o preço pago pelas ações. A própria demanda existente por transparência é ainda incipiente.

A análise do papel do setor público no desenvolvimento econômico demonstra, por um lado, a intervenção do Estado no sentido de criar oferta e demanda por valores mobiliários, e, por outro, o absentismo da iniciativa privada, que contava com o próprio governo para prover-lhe capital subsidiado, garantindo a manutenção de práticas ineficientes e anticompetitivas. O processo de criação dos mercados foi altamente contraditório. O resultado é que nem o cumprimento das normas obrigatórias é efetivo, nem os esforços dos atores privados para o desenvolvimento do mercado têm obtido sucesso consistente, já que existe uma dissociação entre a mentalidade (cultura) existente e a mentalidade necessária para o desenvolvimento do mercado⁽³⁵⁾.

Além disso, problemas no judiciário, também decorrentes da cultura jurídica nacional, contribuem para barrar o desenvolvimento do mercado. Apesar de uma análise detalhada suplantarem o escopo do presente trabalho, alguns dos entraves a esse desenvolvimento incluem o exacerbado positivismo jurí-

dico⁽³⁶⁾, a falta de promotores e tribunais especializados capazes de lidar com casos complexos sobre valores mobiliários e as falhas dos mecanismos de *enforcement* que possibilitam a atores econômicos facilmente burlar o direito⁽³⁷⁾, furtando-se a condenações legais através de recursos protelatórios.

7. CONCLUSÃO

Apesar de a nova reforma da Lei das Sociedades Anônimas ter sido apontada como um avanço considerável, este estudo demonstrou que não é bem assim. A análise efetuada demonstrou que os avanços da reforma da Lei das Sociedades Anônimas para a promoção do desenvolvimento do mercado foram tímidos e insuficientes. No que se refere ao limite para emissão de ações preferenciais, ela acabou por manter o *status quo* para companhias abertas existentes. No tocante aos dividendos das ações preferenciais, apesar das mudanças, eles tenderão a manter o antigo patamar de remuneração. No que diz respeito aos direitos na alienação de controle, a emenda estabeleceu direito dos acionistas minoritários a 80% do preço pago às ações do controle, o que pode significar um incentivo ainda perverso devido às particularidades do ambiente de elevados benefícios privados de controle no País. No que diz respeito ao método de tornar mais efetivo o cumprimento de acordo de acionistas, essa medida teve o efeito de vincular as decisões dos conselheiros às disposições do acordo de acionistas das partes que os elegeram, o que tornará, na prática, os conselheiros ainda menos independentes.

Apesar de a reforma ser inadequada em muitas áreas, é importante ressaltar que ela trouxe algum avanço, principalmente no tocante à introdução de conselheiros representantes dos acionistas minoritários ordinários e preferencialistas. Entretanto, considerando-se as propostas iniciais almejadas, não há dúvida de que as medidas mais benéficas foram perdidas durante o processo legislativo, como ocorreu com as tentativas de disciplinar a aprovação de negociações com conflito de interesses e outros. A reforma ficou muito aquém do que poderia ter sido alcançado num ambiente cultural distinto daquele existente na sociedade brasileira.

O presente estudo sugere que percepções subjetivas, refletidas na cultura e em regras informais, desempenham um papel primordial na estruturação de padrões de governança, em vez de um papel apenas residual, como tipicamente assumido. O condicionamento cultural pode influenciar as percepções dos empresários, da imprensa e da opinião pública de modo que a demanda por mudança institucional será comprimida.

Cultura e ideologia podem explicar o fracasso de muitos países em criar legislações eficientes e em promover níveis efetivos de coerção judicial. A cultura pode potencializar a capacidade de grupos de interesses buscarem rendas no processo legislativo. É preciso entender que percepções subjetivas variam e podem ser o ponto-chave para o sucesso ou fracasso de políticas públicas. ◆

- (1) Bowles (1998) argumenta que instituições modificam preferências, valores e mecanismos psicológicos das pessoas, afetando a evolução de normas e o processo da sua transmissão cultural.
- (2) North (1990, p. 37) diz que regras informais “vêm de informações socialmente transmitidas e são parte da herança que chamamos de cultura”.
- (3) No mesmo sentido, segundo Geertz (1973, p. 216), “modelos culturais (*cultural patterns*) — religiosos, filosóficos, estéticos, científicos, ideológicos — são ‘programas’; eles estabelecem um molde (*template*) ou esquema (*blueprint*) para a organização de processos sociais e psicológicos, tanto quanto sistemas genéticos estabelecem moldes para a organização de processos orgânicos”.
- (4) Segundo definição de North (1990, p. 3), “instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, mais formalmente, são as restrições (*constraints*) criadas pelo homem que moldam a interação humana. Conseqüentemente, elas estruturam incentivos nas trocas humanas, sejam políticas, sociais ou econômicas”.
- (5) O Presidente da República em exercício, Sr. Marco Maciel, vetou o artigo que assegurava participação dos acionistas minoritários em mesmo número que os controladores no conselho fiscal, argumentando que era contrário ao espírito da lei estabelecer uma norma dessa natureza porque somente ações com direito a voto podem eleger o corpo administrativo da companhia. Segundo ele, essa proposta criaria uma ditadura dos acionistas minoritários, com pressões ilegítimas.
- (6) Para uma discussão da teoria da escolha pública, ver Rowley (1993), Rowley, Tollison e Tullock (1988), Farber e Frickey (1991).
- (7) O argumento será elaborado pela discussão do caso americano em particular. Outros exemplos seriam mudanças ocorridas em países asiáticos como a Coreia do Sul.
- (8) Para exemplos de como a cultura afeta o modelo contratual da firma, ver Roe (2002).
- (9) Neste artigo, oferece-se apenas um breve resumo do processo legislativo, focando os dispositivos jurídicos importantes para o estudo. Para uma discussão detalhada do processo legislativo, ver Carvalho e Eizirik (2002).
- (10) Na introdução do livro *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (LOBO, 2002, p.2), Kapaz admite que as mudanças introduzidas estão muito aquém das almejadas: “... as inovações introduzidas foram aquelas possíveis de se realizar, dentro da atual cultura que rege o assunto das sociedades anônimas no país”.
- (11) Recapitulando, as seguintes propostas não foram aprovadas: uma ação-um voto, mudanças na composição do conselho fiscal, *tag along* de 100% do preço pago às ações controladoras, mudanças procedimentais com relação a transações dos acionistas com a própria companhia (*self-dealing*). Mudanças com relação ao direito a dividendos também mantêm o *status quo*.
- (12) A instrução CVM n. 229/1999, no entanto, requeria obrigações semelhantes e a nova lei apenas consolidou em lei os dispositivos de tal norma administrativa.
- (13) Gilson (1987) argumenta que ações não-votantes proporcionam uma efetiva técnica defensiva, uma vez que protegem os controladores da disciplina do mercado de controle societário (*market for corporate control*). Outro ponto é que as ações não-votantes permitem que os acionistas controladores reduzam a proporção de propriedade acionária que detêm e, assim, os riscos que suportarão num eventual fracasso empresarial, sem que isso dilua o seu controle sobre a empresa.
- (14) Existem situações excepcionais nas quais ações preferenciais podem conquistar direito a voto. A lei assegura que ações preferenciais terão direito a voto nas assembleias gerais de uma sociedade em liquidação (artigo 213, parágrafo 1º, da Lei n.6404/1976). Outro caso é o parágrafo 1º do artigo 111 que diz: “As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso”.
- (15) Já comentava Lima (1994, p.18-20) a respeito da fixação de dividendo obrigatório na Lei n.6404/1976, artigo 202: “A fixação estatutária de dividendo obrigatório, segundo os parâmetros legais, conduz a uma acomodação inquestionável nos níveis mais baixos. (...) A observação da realidade tem demonstrado que, a partir da vigência da lei, nenhuma companhia bra-

- sileira mantém omissa o seu estatuto, de modo a justificar um dividendo de, pelo menos, metade do lucro líquido ajustado e distribuível. (...) Uma análise compreensiva e crítica dos textos legais, e de seu reflexo na realidade, evidencia, sem sombra de dúvida, que a proteção aos acionistas minoritários (não-controladores), visada pelo instituto, não deixou de ser mera aspiração teórica, sem efeitos práticos positivos”. E, ainda, na página 132: “O instituto do dividendo obrigatório surtiu o efeito prático de se considerar cumprida a lei atingido o fim social com a repartição de lucros em percentuais simplesmente ridículos”. O raciocínio continua válido ainda hoje para a nova redação do artigo 202 dada pela Lei n.10.303/2001. Existem cerca de 42 companhias que concedem *tag along* a acionistas preferencialistas, segundo dados da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 1º de novembro de 2004.
- (17) Lei n.6.404/1976 com a redação determinada pela Lei n.10.303/2001 — “Art. 141 § 4º: Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:
- I — de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e
- II — de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.”
- (18) *Ex ante*, os acionistas controladores não teriam anulada a sua capacidade de eleger a maioria dos conselheiros porque já contam com o poder de emendar o estatuto social, podendo aumentar o número de conselheiros para assegurar o seu controle. A lei apenas tornou tal mecanismo menos custoso ao reduzir os custos de transação para convocação da assembléia geral.
- (19) De acordo com essa teoria, mesmo havendo a venda pulverizada do controle no mercado, a estrutura de dispersão não seria estável, pois os altos benefícios privados do controle atrairiam compradores potenciais, dispostos a adquirir o controle no mercado.
- (20) Para citar alguns exemplos, as medidas dos benefícios privados do controle, no estudo mencionado, foram 9,5% para a Alemanha e 1,8% para os Estados Unidos.
- (21) Nenova (2000) mensura a diferença de preços entre ações preferenciais e ordinárias. A autora partiu do pressuposto de que os preços das ações ordinárias apresentavam um prêmio que refletiria justamente o valor dos benefícios privados do controle. Contudo, a metodologia de Nenova não é a mais adequada para o caso brasileiro, no qual as ações preferenciais têm um prêmio devido à sua liquidez. Isso faz com que os benefícios privados de controle no Brasil sejam subestimados na análise de Nenova, originando a considerável discrepância dos resultados obtidos por Dyck e Zingales (2002).
- (22) “Art. 254-A: A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (Lei n.6.404/1976).
- (23) Ver Milanese (2002), citando críticas do professor Lopez-de-Silanes.
- (24) Segundo o artigo 154 da Lei n.6.404/1976, “O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.
- § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, **não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.**” [negrito nosso].
- (25) Ver Casson (1991, p.3): “O desempenho econômico depende dos custos de transação e esses refletem, principalmente, o nível de confiança na economia. O nível de confiança depende, por sua vez, da cultura. Uma cultura efetiva tem um conteúdo moral forte. Moralidade pode superar problemas que processos formais — baseados em cumprimento por monitoração com contratos — não podem. Uma cultura forte, portanto, reduz custos de transação e melhora o desempenho — o sucesso de uma economia depende da qualidade de sua cultura”.
- (26) Ver Licht, Goldshmidt e Schwartz (2001) para uma análise quantitativa do impacto da cultura na governança corporativa.
- (27) Greif (1994, p.912) faz a seguinte crítica: “Com a falta de um aparato teórico apropriado, economis-

- tas e historiadores econômicos têm prestado pouca atenção para as relações entre cultura e estrutura institucional. Isso limita a habilidade de se endereçar a questão que está no cerne de fracassos de desenvolvimento (*developmental failures*): por que sociedades fracassam em adotar a estrutura institucional de sociedades econômicas mais bem-sucedidas?”.
- (28) Segundo North (1981, p.58), “o simples fato é que uma teoria dinâmica de mudança institucional limitada às restrições estritamente neoclássicas da atividade individual, com propósitos racionais, nunca iria nos permitir explicar a maioria das mudanças seculares variando da luta obstinada dos judeus na antiguidade até a aprovação do Social Security Act em 1935. Mudanças econômicas seculares ocorreram não somente devido a mudanças em preços relativos acentuadas em modelos neoclássicos, mas também devido ao desenvolvimento de perspectivas ideológicas que levaram indivíduos e grupos a ter visões contrastantes da equidade (*fairness*) da sua situação e a agir com base nessas visões”.
- (29) Nesse contexto, mudança institucional efetiva refere-se a mudança que promova eficiência e mude, efetivamente, o *status quo*.
- (30) O termo **tradicional** refere-se à noção de Weber (1948) de que um homem quer viver como ele está acostumado a viver e quer ganhar aquilo que for necessário para esse propósito.
- (31) Pesquisa realizada por Pereira (1974) apontou que 85% dos empresários em São Paulo eram descendentes de imigrantes.
- (32) De acordo com Cardoso (1972), o desenvolvimento econômico implica, sobretudo, a formação de novas classes capazes de romper com a estagnação econômica e reorganizar o equilíbrio tradicional de poder. Segundo o autor, o sistema industrial é moldado pela estratégia adotada pelas elites.
- (33) Cardoso (1972) menciona a resistência a práticas que poderiam diminuir o poder exercido pela família sobre a empresa. Os empresários entrevistados disseram ser difícil encontrar “pessoas de confiança” para compor cargos. A busca por “pessoas de confiança” demonstra que o empresário quer ter relações pessoais com diretores e conselheiros. Um exemplo interessante é dado por Trompenaars (1993, p. 158-159): “Uma delegação holandesa ficou chocada quando o proprietário brasileiro de uma grande companhia industrial apresentou seu contador relativamente novo (*junior accountant*) como o coordenador principal de uma *joint venture* de 15 milhões. Os holandeses ficaram intrigados com o porquê de um contador recentemente qualificado ter recebido responsabilidades tão pesadas, incluindo o recebimento do seu próprio dinheiro. Os brasileiros apontaram que o homem jovem era a melhor escolha entre 1.200 empregados, uma vez que ele era o sobrinho do proprietário. Quem poderia ser mais confiável do que ele? Em vez de reclamar, os holandeses deveriam considerar-se com sorte por tê-lo disponível”.
- (34) Usa-se **tradicional** no sentido weberiano.
- (35) Black (2001, p.840) sustenta que esses problemas tendem a formar um círculo vicioso: “As pré-condições culturais para um mercado de capitais forte ou fraco podem ser auto-reforçadoras (*self-reinforcing*). Num mercado forte, transparência (*disclosure*) apropriada e limitação de negociações com partes interessadas (*self dealing*) tornam-se normas auto-reforçadoras (*self-reinforcing*) porque os empresários (*businesspeople*) devem se comportar de acordo com essas normas, reguladores podem perseguir com vigor os poucos desvios (*departures*) da norma, e existe suporte político para financiar a manutenção da coerção jurisdicional (*enforcement*) que reforça a norma cultural. Num mercado fraco, pouca transparência (*weak disclosure*) e realização de muitas negociações com partes interessadas (*extensive self-dealing*) tornam-se normas auto-reforçadoras. Muitos empresários se comportam desse modo, muitos deles podem se safar de negociações com conflito de interesses (*get away with self dealing*) porque reguladores (mesmo se honestos e com orçamento adequado) podem cuidar somente dos casos mais gritantes, e as partes interessadas (*self-dealers*) opõem-se a regras mais duras ou a reguladores com melhor orçamento”. Uma exceção é a criação do Novo Mercado da Bovespa. Apesar de sua criação ser uma iniciativa positiva, pouquíssimas companhias foram nele listadas até agora.
- (36) Refere-se aqui ao desprezo e à ignorância de aspectos econômicos para solução de conflitos judiciais, o apego a tecnicismos jurídicos que levam muitas vezes a interpretações anacrônicas das leis e à falta de discussão dos efeitos econômicos causados pelo ordenamento jurídico.
- (37) Para uma análise dos problemas de *enforcement* no Brasil, ver Rosenn (1971).

- AVILOV, Gainan; BLACK, Bernard; CARREAU, Dominique; KOZYR, Okasana; NESTOR, Stilpon; REYNOLDS Sarah. General principles of company law for transitional economies. *Journal of Corporation Law*, Iowa City, v.24, n. 2, p.190-293, Winter 1999.
- AZEVEDO, Fernando. *A cultura brasileira*. 5. ed. São Paulo: Melhoramentos, 1971.
- BEBCHUK, Lucian Arye. Efficient and inefficient sales of corporate control. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v.109, n. 4, p.957-993, Nov. 1994.
- _____. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau of Economic Research Working Paper n.7203, 1999. Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/W7203>>. Acesso em: 15 fev. 2004
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Somerset: Transaction Publishers, 1967. (Ed. Rev.)
- BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's securities markets. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.39, n. 120, p.41-55, out./dez. 2000.
- _____. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, Los Angeles, v.48, p.781-855, Apr. 2001.
- BLACK, Bernard S.; KRAAKMAN, Reinier. A self-enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review*, Cambridge, v.109, p.1911-1982, June 1996.
- BOWLES, Samuel. Endogenous preferences: the cultural consequences of markets and other economic institutions. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, v.36, n. 1, p.75-111, Mar. 1998.
- CARDOSO, Fernando Henrique. *Empresário industrial e desenvolvimento econômico no Brasil*. São Paulo: Difusão Européia do Livro, 1972.
- CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.
- CASSON, Mark. *The economics of business culture: game theory, transaction costs and economic performance*. Oxford: Oxford University Press, 1991.
- CHANDLER, Alfred D. *The visible hand: the managerial revolution in American business*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977.
- DENZAU, Arthur T.; NORTH, Douglass C. *Shared mental models: ideologies and institutions*. Economics Working Paper Archive in WUSTL, 1993. Disponível em: <<http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/wpawuwpeh9309003.html>>. Acesso em: 15 fev. 2004
- DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n.8711, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 15 fev. 2004.
- FARBER, Daniel A.; FRICKEY, Philip P. *Law and public choice: a critical introduction*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.
- FERNANDES, Florestan. *A revolução burguesa no Brasil: ensaio de interpretação sociológica*. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.
- FREYRE, Gilberto. *Casa-grande e senzala*. Rio de Janeiro: Record, 2001.
- GEERTZ, Clifford. *The interpretation of cultures*. New York: Basic Books, 1973.
- GILSON, Ronald. Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v.73, p.807-844, Aug. 1987.
- GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice. *California Law Review*, Berkeley, v.76, p.1-77, Jan. 1988.
- GREIF, Avner. Cultural beliefs and the organization of society: a historical and theoretical reflexion on collectivist and individualist societies. *Journal of Political Economy*, Chicago, v.102, n.5, p.912-950, Oct. 1994.
- GROSSMAN, Sanford; HART, Oliver. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.20, n. 1-2 p.175-202, Jan./Mar. 1988.
- HOLANDA, Sérgio Buarque de. *Raízes do Brasil*. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio, 1975.
- KAHN, Paul W. *The cultural study of law: reconstructing legal scholarship*. Chicago: The University of Chicago Press, 1999.

- KORN FERRY INTERNATIONAL AND MCKINSEY & COMPANY. *An overview of corporate governance in Brazil*, 2001. Disponível em: <www.kornferry.com.br/upload/informacao/KF_McK_govern_Ing.pdf>. Acesso em: 15 fev. 2004.
- KRUGMAN, Paul. For richer. How the permissive capitalism of the boom destroyed American equality. *The New York Times Magazine*, New York, p.66, Oct. 20, 2002.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Malden, v.52, n.3, p.1131-1150, Jul. 1997.
- _____. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p.1113-1155, Dec. 1998.
- _____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, n.1-2, p.3-27, 2000.
- LEVY, Maria Bárbara. *História da bolsa de valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Ibmec, 1977.
- LICHT, Amir N.; GOLDSCHMIDT, Chanan; SCHWARTZ, Shalom H. *Culture, law and finance: cultural dimensions of corporate governance laws*. Social Science Research Network, Working Paper, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=277613>. Acesso em: 15 fev. 2004.
- LIMA, Osmar Brina Corrêa. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.
- LOBO, Jorge (Ed.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- MILANESE, Daniela. Governança brasileira está em primeiro na AL. *O Estado de S.Paulo*, São Paulo, 11 nov. 2002. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/financas/nov/11/35.htm>>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- MOTTA, Fernando C.; CALDAS, Miguel P. *Cultura organizacional e cultura brasileira*. São Paulo: Atlas, 1997.
- NENOVA, Tatiana. *The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis*. World Bank, 2000. Disponível em: Social Science Research Network <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- NENOVA, Tatiana. *Control values and changes in corporate law in Brazil*. 2001. EFMA 2002 London Meetings. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- NORTH, Douglass C. *Structure and change in economic history*. New York: WW Norton & Company, 1981.
- _____. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1990.
- _____. *Transaction costs through time*. Economics Working Paper Archive em WUSTL, 1994. Disponível em: <<http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/eh/papers/9411/9411006.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- _____. *Some fundamentals puzzles in economics history/development* Economics Working Paper Archive em WUSTL, 1995. Disponível em: <<http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/wpawuwpeh9509001.html>>. Acesso em: 15 abr. 2003.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Empresários e administradores no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1974.
- ROE, Mark J. *Strong managers, weak owners*. Princeton: Princeton University Press, 1994.
- _____. Can culture ever constrain the economic model of corporate law? *University of Chicago Law Review*, Chicago, v.69, p.1251-1269, Summer 2002.
- ROSENN, Keith S. The jeito: Brazil's institutional bypass of the formal legal system and its development implications. *American Journal of Comparative Law*, Berkeley, v.19, p.514-549, 1971.
- ROWLEY, Charles K. (Ed.). *Public choice theory*. Aldershot: Edward Elgar, 1993.
- ROWLEY, Charles K.; TOLLISON, Robert T.; TULLOCK, Gordon (Eds.). *The political economy of rent-seeking*. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1988.
- TROMPENAARS, Fons. *Riding the waves of culture: understanding cultural diversity in global business*. New York: McGraw-Hill, 1993.
- WEBER, Max. *The protestant ethic and the spirit of capitalism*. London: George Allen and Unwin, 1948.

The Brazilian culture as a determining factor in corporate governance and development of capital markets

The Brazilian capital markets are essentially underdeveloped and insufficient to provide companies with adequate financing. Stock ownership is highly concentrated and there are high private benefits of control. A legal reform in the Brazilian Corporate Law sought to strengthen Brazil's capital markets by providing stronger investor protection. Many of these latest reforms, however, turn out to be merely palliative, because controlling shareholders were able to capture the legislation in its crucial aspects. The public choice theory could explain the result of the reform. Public choice assumes that interest groups will capture legislation to their own benefit during the legislative process. In this paper I argue that public choice theory does not offer a comprehensive explanation of the legal reform outcome in the face of the particulars of the Brazilian institutional environment. The objective of the research is to develop an alternative approach to the public choice model by building upon Douglass North's work. In this approach, culture is incorporated into the economic model to account for divergent outcomes of similar proposed legal reforms. I demonstrate how culture can either reinforce or attenuate rent-seeking interests. In the Brazilian case, I analyze how rent-seeking interests combine with cultural values to hinder institutional change. The aim of the paper is to explore how culture can constrain corporate governance and economic performance. It concludes that the reforms are far short of the reforms that would have been possible in a different social environment.

Uniterms: corporate governance, capital markets, corporate law, culture.

La cultura brasileña como factor determinante en el gobierno corporativo y en el desarrollo del mercado de capitales

El mercado de capitales brasileño es subdesarrollado y no prevé financiamiento deseable a las compañías. La propiedad de las acciones es altamente concentrada, con elevados beneficios privados del control. Se propuso una reforma jurídica en la Ley de las Sociedades Anónimas con el propósito de fortalecer el mercado, por medio de mayor protección a los inversores. En este trabajo, se analiza la Ley nº 10.303/2001, fruto de la reforma, y se evalúa su impacto económico sobre el desarrollo del mercado. Se argumenta que muchos de los cambios propuestos fueron meramente paliativos, puesto que accionistas controladores consiguieron capturar la legislación en aspectos cruciales. Aparentemente, la teoría de la elección pública podría explicar el resultado de la reforma, dado que asume que grupos de intereses conseguirán capturar la legislación durante el proceso legislativo, influenciando reformas en beneficio propio. Sin embargo, se defiende que dicha teoría no ofrece explicación satisfactoria ante las circunstancias particulares del ambiente institucional brasileño. Se desarrolla un abordaje alternativo, basado en North, incorporándose la cultura al modelo económico para explicar los resultados de reformas jurídicas. Se argumenta que la cultura puede potenciar o atenuar intereses oportunistas. En el caso brasileño, se va a explicar cómo intereses oportunistas combinados con valores culturales impidieron cambios institucionales. Se examina cómo la cultura puede influenciar el gobierno corporativo, y se concluye que la reforma resultó mucho menos efectiva de lo que podría llegar a ser en otro contexto sociocultural.

Palabras clave: gobierno corporativo, mercado de capitales, ley de las sociedades anonimas, cultura.