UMA AVALIAÇÃO DE "DUAL CLASS SHARES" NO BRASIL

Um Estudo da Reforma do Novo Mercado

Pedro Matos

CFA Institute

CFA Society
Brazil

CFA Institute

UMA AVALIAÇÃO DE "DUAL CLASS SHARES" NO BRASIL

Um Estudo da Reforma do Novo Mercado

Pedro Matos
Academic Director of the Richard A. Mayo Center for Asset Management
Associate Professor of Business Administration (Finance)
Darden School of Business
University of Virginia

Amec
Associação de Investidores no Mercado de Capitais

CFA Society Brazil

Este relatório foi encomendado pelo CFA Institute, Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) e CFA Society Brazil.

Este documento é publicado no interesse do intercâmbio de ideias. O relatório é fornecido "tal como está", sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo mas não se limitando às garantias implícitas de comercialização, adequação a um propósito específico e não violação de direitos de terceiros. Este documento e as suas conclusões e recomendações não constituem conselhos financeiros, é de natureza geral e não específica para o leitor. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

O CFA Institute, Associação de Investidores no Mercado de Capitais, a CFA Society Brazil e qualquer de nossas afiliadas ou subsidiárias (os "Patrocinadores") não são responsáveis, conjunta ou solidariamente, por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. Os Patrocinadores se esforçaram para garantir que as informações divulgadas neste relatório estivessem corretas, mas não garantem ou assumem qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste relatório. Os Patrocinadores podem usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas dos Patrocinadores. As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do relatório e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito dos Patrocinadores.

©2017 CFA Institute

CFA Institute é a associação global de profissionais de investimento que estabelece padrões de excelência profissional. Somos um defensor do comportamento ético nos mercados de investimento e uma respeitada fonte de conhecimento na comunidade financeira global. Nossa missão é conduzir a profissão do investimento global promovendo os padrões mais elevados da ética, educação e de excelência profissional para o benefício final da sociedade.

ISBN: 978-1-942713-44-9

Conteúdo

Sumário Executivo 1

1. "Dual-Class Shares" e Empresas Controladas no Brazil 4

2. O Novo Mercado 10

3. Estudo de Ações de Classe Única no Novo Mercado 16

3.1. Segmentos de Governança Especial 16

3.2. Concentração de Estrutura Accionária 18

4. Resultados sobre Unificação de Classes de Ações no Brasil: Evidência do Novo Mercado 27

4.1. Desempenho de Mercado 27

4.2. Desempenho Contábil-financeiro e Valor de Mercado 29

4.3. Mitigação de Risco 36

5. A Próxima Etapa na Reforma do Novo Mercado 38

6. Conclusões 42

Referências: 43

Apêndice 46

Definições de Variáveis usadas nas Regressões das Tabelas 4 e 5 46

Sumário Executivo

O mercado de ações brasileiro tem enfrentado inúmeros obstáculos ao longo do seu desenvolvimento. Apesar de o Brasil ser a oitava maior economia em termos de PIB, a BM&FBOVESPA ocupa a décima sétima posição em termos de valor de mercado no mundo. Como noutros mercados emergentes, a governança corporativa das empresas brasileiras listadas seguiu o modelo de estrutura acionista concentrado, com apenas uma minoria de ações dispersas no mercado. O conflito principal ocorre entre os acionistas controladores versus os minoritários e pode se manifestar de várias formas, incluindo transações com partes relacionadas a valores desajustados. Por exemplo, a Petrobras, a principal empresa brasileira controlada pelo governo, pagou direitos para extrair as descobertas de petróleo "pré-sal" ao governo e usou esse valor para comprar novas ações. Posteriormente, a empresa esteve no centro do escândalo "Petrolão – Operação Lava Jato", onde os contratos com fornecedores da empresa foram fixados a preços inflacionados devido a controles internos fracos.

Historicamente, as empresas brasileiras têm duas classes de ações: as ordinárias (votantes) e as preferenciais (sem direito a voto). Para compensar a ausência de direitos de voto, as ações preferenciais pagam (em teoria) dividendos mais elevados ou têm direitos de "tag-along" no caso de uma venda de controle. Isso permite que os detentores de ações com direito a voto controlem as empresas possuindo apenas 16.67% do capital total da empresa, o que é um desvio do princípio da proporcionalidade ("uma ação, um voto"). Este alto nível de concentração do poder acionista nas mãos do governo ou das famílias fundadoras pode ser prejudicial à criação de valor para todos os acionistas.

Em 2000, a BM&FBOVESPA lançou o Novo Mercado - um segmento de listagem voluntária com práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. Uma das regras da listagem do Novo Mercado é a exigência de emitir apenas ações ordinárias ("uma ação, um voto"). Os níveis intermedios de listagem (Nível 1 e Nível 2) oferecem entre 80% e 100% de direitos tag-along a todos os acionistas (ou seja, as mesmas condições fornecidas aos acionistas controladores na transferência de um bloco de controle). A inclusão no Novo Mercado implica requisitos adicionais em termos de transparência, monitoramento e dispersão de ações.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

O essencial no desenho do Novo Mercado foi o tratamento equitativo de todos os acionistas de acordo com as melhores práticas internacionais. A reforma do Novo Mercado oferece uma oportunidade de testar os benefícios potenciais da eliminação de estruturas de ações de "dual class" (duas classes de ação). As principais conclusões deste estudo consistem no seguinte:

1. Um ambiente macroeconômico favorável e as novas regras de listagem da Bovespa levaram a ofertas iniciais de ações (IPOs, do inglês *Initial Public Offering*) em 2004-2007, bem como um aumento de ofertas secundárias (follow-ons) em 2009-2011; entretanto, esse ritmo diminuiu nos últimos 5 anos. Até meados de 2016, houve um total de 154 IPOs e 123 follow-ons com um capital total emitido de R $ 374 bilhões; Também houve migrações de empresas para os segmentos com padrões de governança corporativa diferenciado. O **Novo Mercado (o segmento de "uma ação, um voto") representa atualmente cerca de 40% do número total de empresas listadas e de valor de mercado**. No entanto, isso **não impediu a queda líquida no número de empresas listadas entre 2000 e 2016**.

2. O mercado brasileiro continua a ter um **alto nível de empresas controladas**. Em meados de 2016, as empresas de capital pulverizado representam apenas 10% do valor de mercado (e 24% no segmento Novo Mercado). Os maiores detentores de blocos são famílias, fundações e administradores, que controlam 36% das ações (por exemplo, os casos da Bradesco e JBS, que discutimos neste relatório). O segundo caso mais frequente é o das empresas controladas pelo governo, que representam 19% do valor de mercado (como a Petrobras ou o Banco do Brasil). Os restantes casos são outras empresas controladas por "joint ventures" ou subsidiárias de empresas multinacionais.

3. O **índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGCNM) superou** o índice IBovespa na última década. No entanto, o desempenho do mercado de ações brasileiro não foi extraordinário, produzindo retornos anuais médios de apenas um dígito neste período.

4. As empresas do Novo Mercado produziram melhores resultados operacionais em termos de rentabilidade contábil (ROA) e melhores valores de mercado (M/B ratios), apesar de pagarem menos dividendos. As estimativas das regressões multivariadas (que controlam para direitos de tag-along e outros fatores) indicam que as **empresas de classe única do Novo Mercado exibem um ROA 6% maior e M/B ratios até 0.45 maior**. Adicionalmente, as regressões mostram que o efeito de uma listagem Novo Mercado é incremental em relação a "alugar" melhor governança de uma listagem nos EUA através de um American Depositary Receipt (ADR). Concluímos que uma listagem no Novo Mercado ajuda a reduzir os conflitos potenciais entre acionistas

controladores e minoritários. Existe evidência que uma listagem Novo Mercado é recompensada por investidores em termos de M/B ratio, particularmente nos casos de presença de um acionista controlador.

5. Apresentamos **evidência (embora fraca) que as empresas do Novo Mercado apresentaram menor risco para os acionistas na última década**, tanto em termos de menor volatilidade do retorno tal como em termos de quedas de cotação menos pronunciadas durante o episódio "Petrolão - Operação Lava Jata Wash".

Globalmente, este estudo documenta que as empresas que adotaram a estrutura de classe única do Novo Mercado apresentaram melhor performance. No entanto, há críticas contínuas de que as reformas não eliminaram o domínio das empresas controladas, mesmo em empresas de classe única, e a reforma não foi suficiente para revigorar o mercado de ações brasileiro. O progresso tem sido lento - particularmente nos últimos cinco anos. Na conclusão, oferecemos uma atualização sobre a agenda de reforma do Novo Mercado que está sendo proposta atualmente pela BM&FBOVESPA.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

1. "Dual-Class Shares" e Empresas Controladas no Brazil

O mercado de ações brasileiro foi notícia de primeira página em todo o mundo devido ao escândalo "Petrolão - Operação Lava Jato". As investigações de corrupção, que surgiram em 2014, centraram-se na Petrobras (Petróleo Brasileiro SA), onde os executivos aceitaram subornos em troca da adjudicação de contratos a empresas de construção a preços inflacionados (ver Financial Times, 2016). Mas para além da recente queda do mercado devido a esses problemas de governança, o Brasil tem enfrentado desafios ao desenvolvimento de um mercado de ações saudável. De fato, o mercado de capitais brasileiro é relativamente pequeno quando comparado ao seu peso na economia global. Apesar de ser a oitava maior economia em termos de PIB, o Brasil tem apenas cerca de 350 empresas listadas, o que é muito menor do que outras grandes economias de mercado emergentes, como a China ou a Índia.[1] A bolsa brasileira (BM&FBOVESPA) ocupa a décima sétima posição mundial em termos de capitalização de mercado e décimo quarto por volume de negociação (**Tabela 1**).[2]

O Brasil oferece uma "experiência" interessante de reformas de mercado destinadas a melhorar os níveis de governança corporativa e incentivar as empresas a usar o mercado acionista. Em dezembro de 2000, a BM&FBOVESPA lançou o Novo Mercado - um segmento voluntário de listagem premium com proteções reforçadas para os acionistas e regras de transparência na Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa"). No ano seguinte, o Brasil atualizou sua Lei das Sociedades por Ações, aumentando os direitos dos acionistas e os poderes da entidade reguladora CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Essas reformas vieram em resposta ao crescente número de saídas de bolsa e redução da liquidez bolsista, com exceção das empresas maiores, já que os volumes de negociação diminuíram no final dos anos 90 (ver Santana [2008] para uma visão geral da reforma do Novo Mercado). Os preços baixos no mercado secundário levaram muitos acionistas controladores a retirarem suas empresas do mercado bolsista passando a ser privadas. Outro desafio para a Bovespa foi o deslocamento das ações das maiores empresas brasileiras para o mercado de American Depositary Receipt (ADR) em Nova Iorque. O “cross-listing” de ações em

[1]Havia cerca de 350 empresas abertas listadas na BM&FBOVESPA em meados de 2016. No entanto, menos de 300 empresas têm liquidez de mercado suficiente para serem examinadas posteriormente neste estudo.
[2]A BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo) é o resultado da fusão de maio de 2008 entre a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa Holding).

Tabela 1. Principais mercados de ações no mundo (classificados por capitalização de mercado de empresas domésticas)

		Capitalização do mercado interno (USD bilhões)		Número de empresas cotadas		Volume de negócios		PIB (USD bilhões)	
País	**Bolsa de valore(s)**	**Ranking**	**Jun-16**	**Ranking**	**Jun-16**	**Ranking**	**Jun-16**	**Ranking**	**2015**
USA	NYSE + Nasdaq	1	25,775	2	4,333	1	2,628,092	1	17,947
CHN	Shanghai + Shenzhen	2	6,967	6	2,887	2	1,719,863	2	10,866
JPN	JPX	3	4,686	4	3,524	3	499,358	4	4,123
GBR, ITA	LSE	4	3,480	7	2,139	4	241,128	3	4,664
FRA, NLD, BEL, PRT	Euronext	5	3,286	12	944	5	179,572	5	3,827
IND	BSE	6	3,015	1	7,783	20	8,528	7	2,074
HKG	HKEX	7	2,973	10	1,807	9	107,347	18	310
CAN	TMX Group	8	1,869	5	3,431	8	113,383	9	1,551
DEU	Deutsche Boerse	9	1,539	15	539	7	126,439	6	3,356
CHE	SIX Swiss	10	1,420	20	230	10	82,681	15	665
SWE, DNK, FIN, LTU, LVA, EST, ISL	Nasdaq Nordic	12	1,221	13	817	13	63,612	14	1,125
AUS	ASX	13	1,202	9	1,956	11	71,646	11	1,340
KOR	KRX	11	1,259	8	1,976	6	162,584	10	1,378
ZAF	JSE	14	997	18	306	16	34,822	17	313
TW	TWSE	15	876	11	1,516	15	41,326		
BR	**BM&FBOVESPA**	**17**	**664**	**17**	**342**	**14**	**43,332**	**8**	**1,775**
SGP	SGX	16	666	16	480	18	16,691	19	293
ESP	BME	18	651	3	3,563	12	69,531	13	1,199
RUS	Moscow Exchange	19	496	19	246	19	11,208	12	1,326
THA	Thailand SET	20	401	14	644	17	27,611	16	395

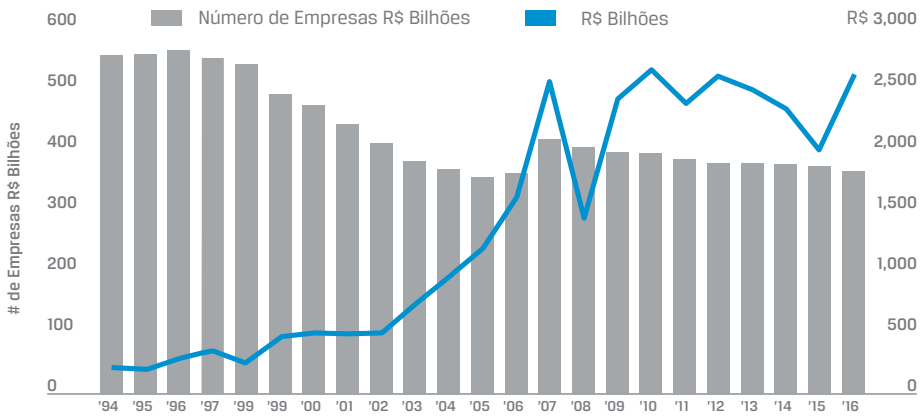
Dados: The World Federation of Exchanges (dados do mercado de ações) e Banco Mundial (PIB).

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

mercados norte-americanos obrigou as empresas a níveis mais altos de governança corporativa. Com os ADRs, as empresas brasileiras estavam efetivamente "alugando" a credibilidade do mercado norte-americano.

Um bom ambiente macroeconômico combinado com as novas regras de listagem do Novo Mercado levou a um volume de oferta públicas de ações (IPOs) após o ano de 2004, bem como a um pico de ofertas secundárias (follow-ons) antes do início da crise financeira internacional (**Figura 1**). Posteriormente, a economia brasileira beneficiou do "boom" global de "commodities". Embora isto tenha ajudado a reverter parcialmente a saída de empresas do mercado, o progresso tem sido lento nos últimos anos. No total, o número de empresas cotadas caiu de 460 no ano 2000 para cerca de 350 actualmente. Em meados de 2016, o capital total emitido foi de R $ 374 bilhões, totalizando 154 IPOs e 123 follow-ons.[3]

Figura 1. Evolução da BM&FBOVESPA

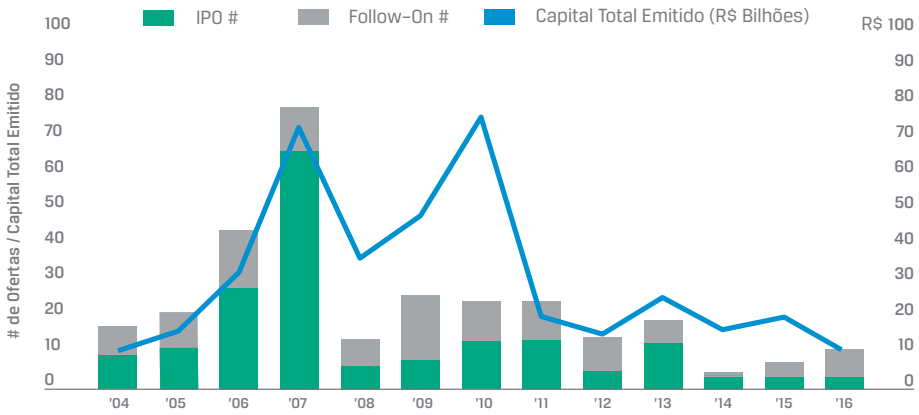


Dados: BM&FBOVESPA[4]

[3]R $ 374 bilhões correspondem a cerca de US $ 110 bilhões (à taxa de câmbio de R $ 1 = US $ 0.30 prevalecente no momento deste relatório).

[4]O valor de follow-on para 2010 exclui a parcela adquirida pelo governo brasileiro na oferta da Petrobras, por meio da transferência de direitos em barris de petróleo (R $ 74.8 bilhões).

Figura 1. Evolução da BM&FBOVESPA (continuação)



Dados: BM&FBOVESPA.[4]

O fraco desenvolvimento do mercado acionário brasileiro deve se em parte a deficiências na governança corporativa. Como em outros mercados emergentes, a governança da maioria das empresas brasileiras seguiu o modelo acionista concentrado, com apenas uma minoria de ações das empresas de capital pulverizado em bolsa.[5] As empresas são quase universalmente controladas por fundadores/família ou pelo Estado. Neste modelo de governança, o principal conflito ocorre tipicamente entre controladores versus acionistas minoritários. Este conflito pode se manifestar em transações suspeitas com partes relacionadas a preços inflacionados. Outras situações podem envolver o tratamento injusto em caso de mudanças de controle ou em torno de eventos de sucessão familiar. Isto pode levar a uma percepção geral por parte dos investidores minoritários de que o sucesso da empresa leva a controladores ricos, mas um mau desempenho para os acionistas minoritários. Em contraste, em empresas de capital pulverizado, o principal conflito potencial ocorre entre administradores e acionistas, mas a disciplina vem do mercado de controle corporativo

[5]Este estudo adota a definição da OCDE (2004) que "... a governança corporativa envolve um conjunto de relações entre a administração da empresa, seu conselho, seus acionistas e outras partes interessadas. A governança corporativa também fornece a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos, e os meios para atingir esses objetivos e monitorar o desempenho da empresa são determinados."

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

(M&A) e contencioso civil.[6] No contexto brasileiro, por outro lado, os acionistas controladores escolhem a administração e os conselhos de administração têm baixa independência

A primeira característica tradicional das estruturas acionária no Brasil é a predominância de empresas com estrutura "dual class" de ações. As empresas normalmente emitem ações ordinárias (ON) e ações preferenciais nominativas (PN). A Lei das Sociedades Anônimas do Brasil autorizou as companhias abertas a emitir até dois terços do seu capital na forma de ações PN. Isso permitiu que os detentores de ações com direito a voto controlassem as empresas detendo apenas 16.7% do capital total da empresa. Uma reforma em 2002 reduziu o nível necessário de ações PN para apenas 50% do capital total para o caso de novas empresas. Assim, um acionista controlador agora precisa possuir 25% do total de ações. No entanto, as empresas que já haviam se tornado públicas antes da lei foram "protegidas" e manter as ações PN representando até dois terços de seu capital total, e até mesmo emitir novas ações PN, se necessário. Para compensar os direitos de voto, as ações preferenciais frequentemente têm dividendos maiores ou têm direitos de tag-along. Esta estrutura de ações de "dual class" é um desvio do princípio da proporcionalidade ("uma ação, um voto") que constitui a melhor prática internacional.

As ações preferenciais sem direito a voto são um dos vários mecanismos de controle ("control-enhancing mechanisms", CEMs) também usados em empresas listadas europeias. Um relatório do European Corporate Governance Institute e do Institutional Shareholder Services (ECGI e ISS [2007]) analisou o leque e a prevalência de CEMs legalmente disponíveis e sua utilização pelas principais empresas europeias listadas em bolsa. As estruturas de pirâmide eram a forma mais comum de CEM (100% disponíveis nos 16 países da UE no estudo e utilizados por 75%), seguidos por acordos de accionistas (69%) e direitos de voto múltiplos (44%). Alguns outros tipos de CEM estavam em declínio, tais como as participações cruzadas que antes eram comum nas empresas francesas e alemãs. Uma revisão da literatura realizada pelo ECGI concluiu que a evidência acadêmica não era totalmente conclusiva sobre se os CEMs eram prejudiciais aos interesses dos acionistas ordinários (Adams and Ferreira [2008]). No entanto, uma pesquisa de grandes investidores descobriu que cerca de 80% destes se opunham aos CEMs, e tipicamente aplicavam um desconto entre 10% e 30% às ações das empresas que os utilizavam (*The Economist* [2007]).

[6]O paradigma dos problemas de agência na empresa com capital pulverizado é historicamente atribuído a Berle and Means (1932) e desenvolvido por Jensen and Meckling (1976). As medidas de proteção aos investidores aparecem superiores em países de "common law" e se traduzem em mercados de ações mais vibrantes (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny [2000]). Outros acadêmicos apontam para a estrutura política dentro do país para explicar o desenvolvimento financeiro (Rajan and Zingales [2003]).

O mercado de ações dos Estados Unidos representa o paradigma do modelo de "uma ação, um voto". Um estudo acadêmico realizado por Gompers, Ishii, and Metrick (2010) concluiu que as estruturas "dual class" de ações constituíam apenas 6% de sua amostra de empresas americanas listadas em bolsa. No entanto, essas estruturas são comuns em algumas IPOs recentes (como Facebook, Inc. ou LinkedIn Corp.). De fato, um estudo realizado pelo Investor Responsibility Research Center Institute e pelo ISS (IRRC e ISS [2012]) mostrou que o número de empresas controladas no índice S&P Composite 1500 cresceu de 87 em 2002 para 114 em 2012. O relatório concluiu que as empresas controladas apresentaram um desempenho inferior e maior volatilidade dos preços das acções.

A segunda característica predominante das empresas brasileiras é o alto nível de concentração acionária. Há um grande número de empresas listadas ainda controladas pelas famílias fundadoras, como a JBS S.A. (a maior empresa de processamento de carne do mundo), bem como por fundações afiliadas, como no caso do Bradesco. Há também uma presença governamental significativa em empresas-chave como a Petrobras. Além disso, existem empresas brasileiras com estruturas acionárias pulverizadas que se tornaram líderes, como a Embraer (o terceira maior fabricante de aviões do mundo).

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

2. O Novo Mercado

A reforma do Novo Mercado proporcionou um novo marco na governança corporativa das empresas públicas no Brasil. Em dezembro de 2000, a Bovespa lançou níveis voluntários de listagem com requisitos de governança corporativa mais rígidos. Como explica Santana (2008), o objetivo da listagem no Novo Mercado era obter um tratamento equitativo de todos os acionistas, razão pela qual nos concentramos em nosso estudo de ações "single" versus "dual class". Esses segmentos de listagem especiais são resultado de uma iniciativa privada e não da regulamentação governamental. Em vez disso, decorrem do poder de auto-regulação da BM&FBOVESPA para melhorar a qualidade das empresas listadas e do mercado de capitais brasileiro. A reforma opera como um sistema de "opt-in" e requer um acordo entre a empresa, os acionistas controladores, os administradores e a BM&FBOVESPA. Embora os estatutos sociais devam ser alterados para inserir os direitos dos acionistas, a BM&FBOVESPA tem autoridade para supervisionar e fazer cumprir seus regulamentos e até mesmo para impor sanções quando necessário.

Com a reforma, os níveis de listagem da BM&FBOVESPA incluem o Tradicional (Básico), bem como o novo Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado. A **Tabela 2** fornece detalhes dos quatro segmentos de listagem. O essencial de uma listagem no Novo Mercado é a exigência que a empresa emita apenas ações ordinárias com direito a voto (isto é, seguir a regra de "uma ação, um voto"). O Nível 2 é semelhante ao Novo Mercado, mas ainda permite que as empresas emitam ações preferenciais. O Nível 1, por outro lado, é apenas um pequeno passo acima de uma listagem Tradicional com divulgação financeira melhorada, mas não inclui a arbitragem privada de disputas de acionistas e inclui apenas 80% de direitos de tag-along (menos de 100% das condições fornecidas aos acionistas controladores na transferência do bloco de controle).[7] As empresas podem continuar a fazer listagem Tradicional, que requer simplesmente o cumprimento das leis da CVM. O Nível 1 e Nível 2 são trampolins que podem facilitar a adoção gradual de padrões de governança corporativa quando não é viável a migração direta para o Novo Mercado.

A adoção da estrutura de ações de classe única é a principal característica que iremos explorar no presente estudo. Embora as reformas se tenham concentrado nos direitos dos acionistas, existem outros requisitos para os novos segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em relação à transparência, monitoramento e dispersão de ações. Em termos de transparência, estes incluem os seguintes requisitos: (i)

[7]A criação da Câmara de Arbitragem do Mercado responde à percepção do mercado de que o sistema de justiça brasileiro é lento e ineficaz no tratamento de disputas de acionistas de forma justa.

Tabela 2. Segmentos de Listagem BM&FBOVESPA

	Tradicional (Básico)	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
	regulação	+ melhor informação e free float	+ direitos dos acionistas e arbitragem	+ apenas ações com direito a voto (uma-ação-um-voto)
Ações emitidas	Ações ordinárias e preferenciais	Ações ordinárias e preferenciais	Ações ordinárias e preferenciais	Apenas ações ordinárias
"Free float"		> 25%	> 25%	> 25%
Conselho de administração	Mínimo de 3	Mínimo de 5,> 20% independente	Mínimo de 5,> 20% independente	Mínimo de 5,> 20% independente
Presidente do conselho e diretor presidente		Separado	Separado	Separado
Reunião pública anual		Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória
Direitos "Tag-along"	80% para ações ordinárias	80% para ações ordinárias	100% para ações ordinárias	100% para ações ordinárias
Câmara de Arbitragem do Mercado			Obrigatória	Obrigatória
Outros requisitos		Esforços de dispersão acionária, Calendário de eventos corporativos, Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Esforços de dispersão acionária, Demonstrações financeiras em inglês, Calendário de eventos corporativos, Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Esforços de dispersão acionária, Vedação a disposições estatutárias, Demonstrações financeiras em inglês, Calendário de eventos corporativos, Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

Tabela simplificada a partir de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Os segmentos *Bovespa Mais* e *Bovespa Mais Nível 2* foram ignorados no estudo pois são destinados a pequenas empresas.

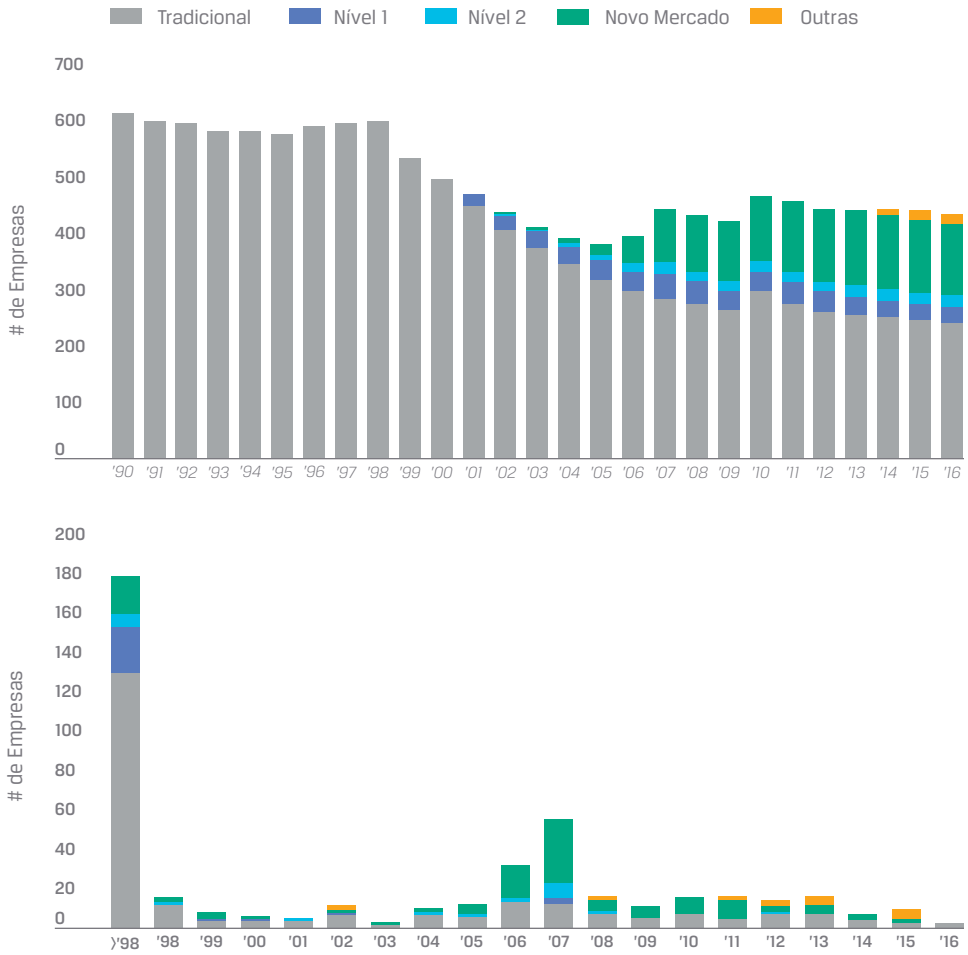
© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

divulgar informações adicionais (por exemplo, transações de partes relacionadas e de valores mobiliários por parte dos acionistas controladores); e (ii) produzir demonstrações financeiras de acordo com os standards do USGAAP ou IFRS e melhorar os relatórios trimestrais. Em termos de monitoramento, as empresas precisam manter: (i) um conselho de administração com pelo menos cinco membros, sendo 20% independentes; (ii) uma separação de funções entre o director presidente e o presidente do conselho; e (iii) uma reunião pública anual. Em termos de pulverização, as empresas precisam manter um "free float" equivalente a 25% do capital total e realizar ofertas públicas de ações de forma que favoreçam a dispersão do capital. Posteriormente, algumas dessas dimensões tornaram-se lei para todas as companhias abertas com a adoção da Instrução 480 pela CVM em 2009.

A **Figura 2** apresenta a evolução do número de listagens por segmentos. Lançada oficialmente em dezembro de 2000, o primeiro IPO no Novo Mercado aconteceu apenas em 2002 (a CCR S.A., uma empresa concessionária de rodovias). Com o ambiente macroeconômico melhorando no Brasil, as novas listações atingiram um pico em 2007. Em meados de 2016 havia 178 empresas nos segmentos especiais com 128 das novas listagens sendo no Novo Mercado (a diferença reflete as empresas que migraram para níveis mais elevados de governança corporativa).

A **Caixa 1** fornece um caso de estudo da Ultrapar, empresa que adotou direitos de tag-along em 2000 e subsequentemente migrou para o segmento de Novo Mercado em 2011. A Ultrapar é uma das 14 empresas do Latin America Companies Circle que estão na vanguarda da melhoria de práticas de governança corporativa no Brasil e no resto da região. A International Finance Corporation (2009) fornece um relatório detalhado sobre as experiências dessas empresas. Há também alguns estudos acadêmicos. De Carvalho e Pennachhi (2012) documentam ganhos com a migração das empresas brasileiras para listagens especiais (particularmente quando a empresa escolhe a listagem do Novo Mercado) para uma amostra de empresas entre 2001 e 2006. Bennedsen, Nielsen and Nielsen (2012) mostram que os investidores reagem positivamente ao anúncio de direitos tag-along também com uma amostra de 2000-2006.

Figura 2. Evolução dos Segmentos de Listagem da BM&FBOVESPA



Dados: Cifras Operacionais da BM & FBOVESPA - Segmento Bovespa (atualização: fim de maio de 2016).
Notas: O segmento "Tradicional" inclui debêntures e outros títulos que não fazem parte da capitalização de mercado na Figura 1. O segmento "Outros" inclui *Bovespa Mais* e *Bovespa Mais Nível 2* que migraram do mercado OTC para o mercado de câmbio do segmento Bovespa em 2014. O gráfico exclui os Brazilian Depositary Receipts (BDRs) patrocinados e não patrocinados para empresas estrangeiras.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Caixa 1. Ultrapar - Estudo de Caso de Migração para o Novo Mercados[8]

A Ultrapar é uma grande empresa brasileira de distribuição de gás de petróleo liquefeito e petroquímicos. Fundada na década de 1930 a empresa foi gerida com sucesso pela família fundadora. Na década de 1980, o filho do fundador elaborou um processo de sucessão baseado na profissionalização da administração do grupo e no controle compartilhado da empresa entre herdeiros familiares e executivos-chave. Foram concedidos quantidades substanciais de ações a um grupo de administradores profissionais, na maior parte trancadas por 20 anos em trusts. Os interesses da família e principais administradores da empresa foram consolidados em uma holding denominada Ultra S.A.

1999: IPO Simultâneo na Bovespa e ADR Nível III na NYSE de ações PN não votantes. Todas as ações ON com direito a voto, ainda detidas pelos acionistas controladores (familiares e administradores). A oferta arrecadou USD 130 milhões e proporcionou à família e à administração acesso a liquidez nas suas ações.

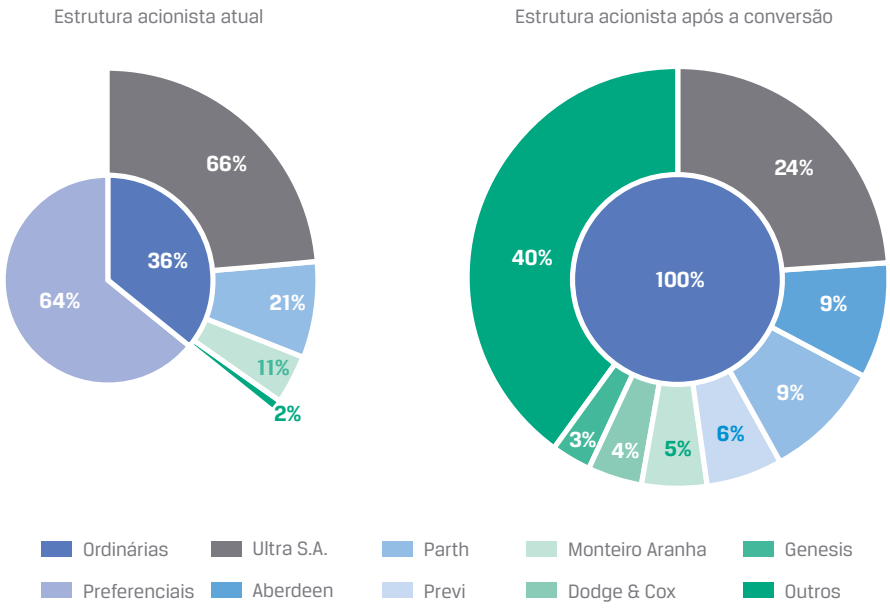
2000: Primeira empresa no Brasil a fornecer direitos tag-along aos seus acionistas minoritários. Estes foram concedidos a 100% do preço (ou seja, de graça). Isso significa que qualquer pessoa que adquirir as ações com direito a voto dos acionistas controladores teria que pagar o mesmo preço por ação aos acionistas não votantes.

2011: Migração para o Novo Mercado com a conversão de todas as ações preferenciais em ações ordinárias, com um índice de conversão de 1 para 1. A conversão foi aprovada em assembléia geral extraordinária. Os acionistas preferenciais que não aprovaram recebem direitos de retirada conforme exigido por lei. Isso transformou a Ultrapar na maior empresa brasileira sem um acionista controlador definido. Antes da migração, a família e executivos-chave da holding Ultra SA controlavam a empresa com 66% das ações ordinárias com direito a voto, que se tornaram apenas 24% do total de ações em circulação após a conversão. Isso reduziu o controle, mas aumentou a liquidez das ações para a família e administração que eram acionistas da Ultra S.A.

[8]A caixa é baseada em Fernandes (2016) e The World Bank (2006).

Ultrapar - Elementos-chave da nova estrutura de governança corporativa

Conversão de cada ação preferencial em uma ação ordinária
Uma ação = um voto
Todos os acionistas com os mesmos direitos econômicos e políticos
A Ultrapar não terá mais um grupo de controle definido



Fonte: site de relações com investidores da Ultrapar (Abril 2011) (http://www.ultra.com.br/RI/Download.aspx?Arquivo=EA/wpID4mvBhRRqDZHkHTw==&IdCanal=vKYhCAB6bD3axSbxekhJ9g

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

3. Estudo de Ações de Classe Única no Novo Mercado

Para este estudo, reunimos dados sobre todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que tinham suficiente liquidez de mercado (em particular, preço das ações disponíveis). A amostra é constituída por 291 empresas com dados de capitalização de mercado disponíveis na base de dados Economatica, no final de junho de 2016.

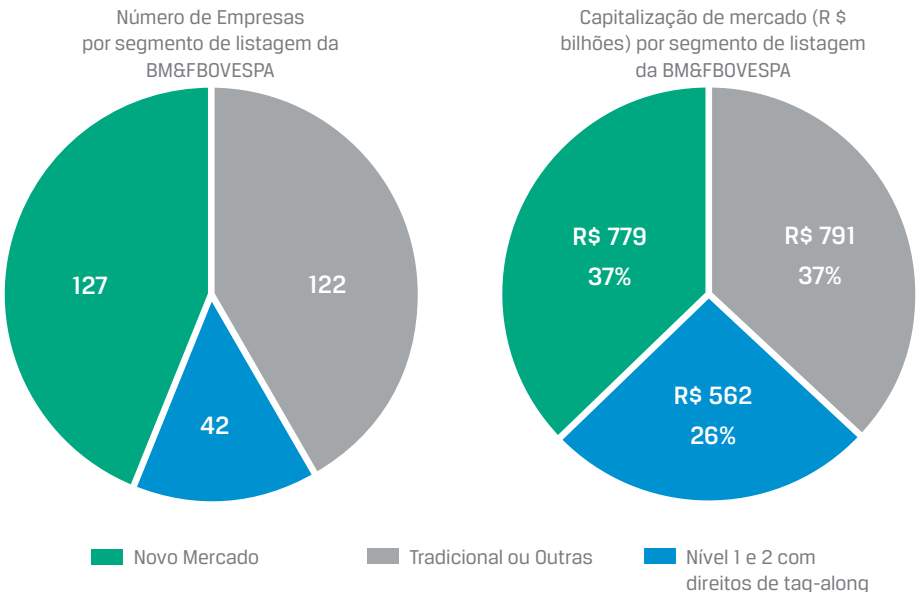
3.1. Segmentos de Governança Especial

Os gráficos da **Figura 3** ilustram que as listagens do Novo Mercado constituem agora uma parcela significativa do mercado brasileiro, representando cerca de 40% das empresas listadas e da capitalização de mercado. O segmento do Novo Mercado é o foco de nossa análise, uma vez que sua característica distintiva desta listagem é que oferece um padrão de "um voto, uma ação" (ver **Tabela 2**).[9] Para testar se o efeito vem da estrutura de classe única e não de outras características (transparência, monitoramento e dispersão), analisamos um grupo intermédio de empresas de classe dupla com Nível 1 e 2 e direitos de tag-along. Trata-se de empresas que mantêm uma estrutura de duas classes (ações ordinárias e preferenciais), mas oferecem direitos de tag-along de 100% para as ações preferenciais em caso de transferência do bloco de controle. Esse grupo intermédio oferece alguma proteção aos acionistas não votantes e representa 26% da capitalização de mercado no Brasil. O restante grupo de empresas (Tradicional ou Outros) tem estruturas de ações de "dual class" sem direitos iguais para todos os investidores.

[9]Este estudo enfoca no segmento do Novo Mercado para avaliar o padrão de "uma ação, um voto", uma vez que a listagem neste segmento é a razão dominante para a unificação de classes de ações no Brasil. Entre as empresas do IBovespa, a única empresa Tradicional com estrutura de classe única é a Ambev S.A., que reestruturou sua estrutura de capital em 2013 para ter apenas ações ordinárias com direito a voto.

Figura 3. Amostra de Empresas da BM&FBOVESPA

Segmentos de Listagem	Número de Empresas	Capitalização de Mercado (R $ bilhões)
Tradicional ou Outros	122	R$ 791
Nível 1 and 2 com direitos tag-along	42	R$ 562
Novo Mercado	127	R$ 779
Total	291	R$ 2,132



Fonte: Cálculos do autor com base na amostra da Economatica.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

3.2. Concentração de Estrutura Accionária

O segundo aspecto importante das estruturas acionárias das empresas brasileiras é o seu alto nível de concentração. Com base nos dados compilados pela Economatica, podemos identificar os tipos mais comuns de acionistas controladores para cada empresa listada. A **Figura 4** ilustra como apenas uma minoria de empresas têm uma estrutura acionária pulverizada (ou seja, nenhum acionista ou grupo de acionistas relacionados possui mais de 50% das ações com direito a voto), representando apenas 10% do capital total. Esse fenômeno de concentração também ocorre no segmento do Novo Mercado. Mesmo neste segmento especial de governança corporativa, apenas cerca de 25% das empresas têm capital pulverizado.

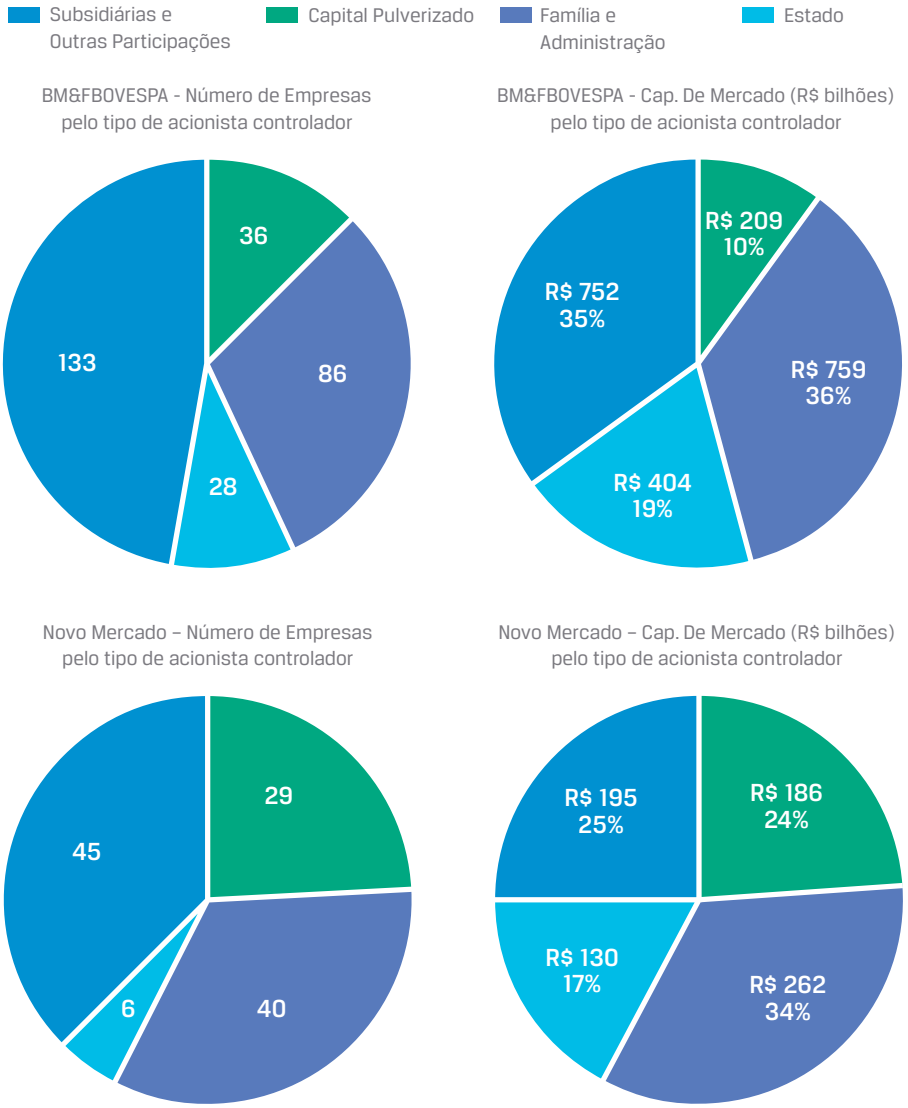
As **Caixas 2, 3, and 4** fornecem exemplos para cada um dos tipos de acionistas controladores:

- Estatais: participações majoritárias dos governos federal ou estaduais e participações minoritárias do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social);
- Controle pelo grupo familiar ou principais executivos: fundadores, familiares ou afiliados, bem como administradores profissionais de alto nível;
- Outros controladores: incluem outros casos em que o bloco de controle não é uma família/fundador ou entidade governamental. Estes incluem “joint venures”, bem como subsidiárias de empresas multinacionais que listam suas operações brasileiras na BM&FBOVESPA.

A Petrobras foi parcialmente privatizada na década de 1990, mas ainda é uma empresa estatal. Conforme mostrado na **Caixa 2**, o governo detém diretamente apenas 28.7% do total de ações em circulação, mas tem controle majoritário por meio de sua participação de 50.3% nas ações ordinárias com direito a voto. Além disso, o Estado também possui participações indiretas via o BNDES. Lazzarini and Musacchio (2010) e Inoue, Lazzarini, and Musacchio (2013) analisam o impacto dos investimentos minoritários em ações pelo BNDES na economia brasileira. Musacchio and Lazzarini (2014) documentam os benefícios econômicos desta nova forma de "capitalismo de Estado" em seu estudo para 1976-2009. No entanto, a empresa tem sido o epicentro do escândalo "Petrolão - Operação Lava Jato " desde 2014.

A influência do Estado brasileiro aumentou após a crise financeira internacional de 2008. O Banco do Brasil na Caixa 2 é um exemplo interessante. Foi listado em 2006 e constitui o único banco no Novo Mercado com uma única classe de ações. O governo detém 50.7% das ações ordinárias e detem controle maioritário. O segundo maior acionista é a Previ,

Figura 4. Diferentes Tipos de Acionista Controlador



Fonte: cálculos do autor com base na amostra da Economatica.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Caixa 2. Exemplos de Estatais

PETROBRAS (Tradicional):

A companhia petrolífera possui ações ordinárias (ON), 50.3% das quais detidas pela União Federal. O BNDES também possui um bloco de 23.9% nas ações preferenciais sem direito a voto (PN), mas estas são mais amplamente detidas.

Acionista	%ON	%PN	%Total
União Federal	**50.3**	**0.0**	**28.7**
Bndes Participações	**0.2**	**23.9**	**10.4**
BNDES + Fundo de Participação Social	**10.0**	**2.9**	**6.9**
Previ - Caixa Previdência Banco Brasil	**0.2**	**6.3**	**2.8**
Dodge & Cox	0.0	7.1	3.0
Caixa Econômica Federal	**3.2**	**1.1**	**2.3**
Outros	36.2	58.7	45.9
Ações em Tesouraria	0.0	0.0	0.0
Total	100.0	100.0	100.0

BANCO DO BRASIL S.A. (Novo Mercado):

O maior banco brasileiro é controlado pelo governo através da Secretaria do Tesouro Nacional (50.7% das ações ON). A Previ detém também participação de 10% nas ações da ON.

Acionista	%ON	%PN	%Total
Secretaria Do Tesouro Nacional	**50.7**	0.0	**50.7**
Previ - Caixa Previdência Banco Brasil	**10.0**	0.0	**10.0**
Fundo Fiscal de Inv. e Estabilização	**3.7**	0.0	**3.7**
Outros	32.8	0.0	32.8
Ações em Tesouraria	2.8	0.0	2.8
Total	100.0	0.0	100.0

Fonte: Economatica/BM&FBOVESPA.

o fundo de pensões dos funcionários do Banco do Brasil, com uma participação de 10%. Conti e Monteiro (2014) descrevem como o banco seguiu uma tímida internacionalização, parte de uma estratégia governamental de projetar o Brasil no mundo. No entanto, em 2011, sob pressão do governo, o Banco do Brasil anunciou que estava congelando a expansão internacional para se concentrar em projetos de infra-estrutura domésticos. O banco consitui outro caso em que a participação estatal foi usada para metas políticas, potencialmente com um custo para a rentabilidade da empresa.

Os empresário fundadores e família são os acionistas controladores mais frequentes das empresas listadas (ver Figura 4). O primeiro exemplo da **Caixa 3** é o Bradesco, o maior banco privado do Brasil, fundado por Amador Aguiar e com sede na Cidade de Deus, São Paulo. O fundador criou a holding Cidade de Deus e a Fundação Bradesco, a maior organização filantrópica do Brasil, e transferiu para ela a posse de ações no Bradesco. A fundação é liderada por administradores profissionais, mas os descendentes da família Aguiar ainda fazem parte do conselho de administração. Essas entidades controlam a companhia por meio de uma maioria combinada de ações ordinárias (48.2% e 17% das ações ON, que representam, respectivamente, 24.2% e 8.5% do capital total). O segundo exemplo na Caixa 3 é a JBS S.A., a maior empresa de processamento de carne do mundo, originalmente criada pelo fazendeiro José Batista Sobrinho. A JBS teve o IPO em 2007 e, no mesmo ano, recebeu um importante investimento do BNDES (20.4% das ações). A família Batista mantém o controle através da FB Participações S.A. (42.2% das ações).

Caixa 3. Exemplos de Família ou Administração como Acionistas Controladores

BRADESCO S.A. (Nível 1 listing):

O grupo bancário é detido pela holding Cidade de Deus, pela Fundação Bradesco e pela família Aguiar.

Acionista	%ON	%PN	%Total
Cidade de Deus Participações	**48.4**	**0.0**	**24.2**
Fundação Bradesco	**17.0**	**0.0**	**8.5**
NCF Participações S.A.	**8.4**	**2.2**	**5.3**
Outros	26.0	97.1	61.6
Ações em Tesouraria	0.2	0.6	0.4
Total	100.0	100.0	100.0

JBS S.A. (Novo Mercado):

O processador de carne é detido pela família Batista (por meio de sua holding FB Participações S.A.) que fez IPO em conjunto com o BNDES.

Acionista	%ON	%PN	%Total
FB Participações S.A.	**42.2**	**0.0**	**42.2**
BNDES Participações S.A.	**20.4**	**0.0**	**20.4**
Caixa Econômica Federal	**6.9**	**0.0**	**6.9**
Outros	27.3	0.0	27.3
Ações em Tesouraria	3.3	0.0	3.3
Total	100.0	0.0	100.0

Fonte: Economatica/BM&FBOVESPA.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

A **Caixa 4** mostra o exemplo da Telefônica Brasil (conhecida como "Vivo" ao nível do consumidor), que é a subsidiária do grupo de telecomunicações espanhol Telefónica. Foi originalmente formada como parte da Telebrás, inicialmente o monopólio estatal de telecomunicações. Em 1998, a Telebrás foi privatizada, com a Telefónica tomando a Telesp. Em 2010, a Telefónica adquiriu as ações da Vivo que pertenciam à Portugal Telecom e transferiu o controle da companhia para a Telefônica-Vivo, sua subsidiária no Brasil.

Outro aspecto interessante da governança corporativa no Brasil é a existência de acordos de acionistas.[10] Um exemplo é a Vale, a mineradora multinacional. Seu acionista controlador, a Valepar (que detém 33.1% do total de ações, mas 53.4% das ações com direito de voto) tem como único propósito deter uma participação majoritária na Vale e não tem outra atividade comercial. A Valepar adquiriu o controle da Vale do governo brasileiro em 1997, como parte da primeira etapa da privatização da empresa. Os acionistas da Valepar (que incluem a Litel, um fundo de investimento filiado ao Banco do Brasil, bem como o BNDES e outros) são partes de um acordo de acionistas que termina em 2017.[11] Este acordo regula a transferência ou compra de ações da Valepar e da Vale e estipula que os representantes da Valepar no conselho de administração da Vale votem de acordo com as

Caixa 4. Exemplo de Outras Empresas Controladas

TELEFÔNICA BRASIL S.A (Tradicional):

A companhia é a subsidiária brasileira da Telefónica, o grupo espanhol de telecomunicações (via participação direta e sua holding latino-americana SP Telecomunicações Participações Ltda).

Acionista	%ON	%PN	%Total
Telefónica S.A.	**34.7**	**27.3**	**29.8**
SP Telecomunicações Participações Ltda	**51.5**	**3.4**	**19.7**
Telefónica Internacional S.A.	**8.2**	**32.2**	**24.1**
Telefonica Chile S.A.	**0.2**	**0.0**	**0.1**
Outros	5.1	37.1	26.3
Ações em Tesouraria	0.4	0.0	0.1
Total	100.0	100.0	100.0

Fonte: Economatica/BM&FBOVESPA.

[10]Carvalhal (2012) apresenta um estudo abrangente sobre acordos de acionistas em empresas brasileiras listadas.
[11]Fonte: Vale Form 20-F (2015).

decisões tomadas nas reuniões da Valepar. Além disso, o governo brasileiro também detém 12 "golden shares" da Vale, que lhe conferem poder de veto sobre certas ações (mudanças no nome, localização da sede e objeto social).[12] Nos anos 2000, a empresa evoluiu da venda de minério de ferro para usinas siderúrgicas domésticas para ser uma das maiores multinacionais de mineração. No entanto, em 2009-2011, o presidente da empresa e o governo brasileiro entraram em desacordo com a decisão da empresa de encomendar navios "chinamax" da China e da Coréia, em vez de estes serem construídos no Brasil. Khanna, Musacchio, and Reisen de Pinho (2010) descrevem como o governo decidiu substituir o presidente e como o preço das ações caiu após essa intervenção do governo.

Finalmente, há apenas uma minoria de empresas com capital pulverizado na BM&FBOVESPA, predominantemente no Novo Mercado (ver **Figura 4**). Trata-se de casos em que nenhum accionista ou grupo afiliado de accionistas detém mais de 50% das acções com direito a voto. Nestas empresas de capital pulverizado os principais accionistas têm participações minoritárias e estes tendem a ser maioritariamente detidos por fundos internacionais, com o restante das acções detidas por investidores de retalho. A **Caixa 5** mostra o exemplo da Embraer, líder global no fabrico de jatos regionais. Uma antiga empresa estatal, a Embraer é atualmente na sua maioria detida por investidores institucionais estrangeiros e não tem acionista controlador. O BNDES tem apenas uma pequena participação de 5.4%. É uma empresa listada no Novo Mercado com uma única classe de ações. A Embraer tem também ADRs na NYSE.

[12]Fonte: Vale Form 20-F (2015).

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Caixa 5. Exemplo de uma Empresa de Capital Pulverizado

EMBRAER S.A (Novo Mercado):

O fabricante de aeronaves é maioritariamente detido por investidores institucionais sem ter nenhum acionista controlador.

Acionista	%ON	%PN	%Total
Oppenheimer Funds	11.1	0.0	11.1
Brandes Investments Partners. L.P.	10.1	0.0	10.1
BNDES Participações S.A.	5.4	0.0	5.4
Outros	72.6	0.0	72.6
Ações em Tesouraria	0.8	0.0	0.8
Total	100.0	100.0	100.0

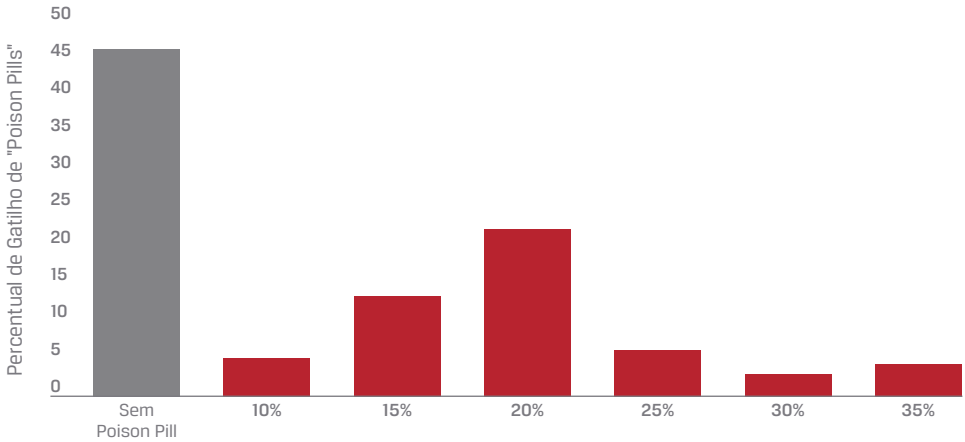
Fonte: Economatica/BM&FBOVESPA.

3.3. Outros Mecanismos de Governança Corporativa

Uma das primeiras preocupações suscitadas pelas IPOs para o Novo Mercado é que foram acompanhadas pela adoção de medidas "anti-takeover". Um estudo de 2009 reuniu alguns dados sobre "poison pills" (BTG Pactual (2009)). As cláusulas mais comuns nos estatutos das empresas protegem contra a dispersão de capital para evitar que os acionistas minoritários ultrapassem uma percentagem específica de ações. Essas cláusulas obrigam a uma oferta pública obrigatória cada vez que um acionista atinge um certo nível de participação. Das 94 empresas no Novo Mercado nessa época, 49 tinham "poison pills" que ativariam quando o nível de participação atingisse 10% a 35% das ações (**Figura 5**). O estudo do BTG Pactual (2009) concluiu que as "poison pills" não aumentaram o valor dos acionistas minoritários, uma vez que bloqueia as operações de fusões e aquisições.

Black, De Carvalho e Gorga (2010) realizaram um survey voluntário em 2005, que indicou que as empresas brasileiras ficam aquém dos padrões mundiais em termos de independência do conselho administrativo, da transparência na divulgação financeira e da existência de comitês de auditoria. Como explica Santana (2008), o projeto do Novo Mercado para melhorar a governança corporativa no Brasil teve mais a ver com o tratamento equitativo de todos os acionistas do que com outras dimensões, como a composição e práticas do conselho. Isso se deve às empresas brasileiras geralmente terem grupos de controle definidos, que estão envolvidos na gestão da empresa, e por isso o conselho de administração

Figura 5. A Frequência de " Poison Pills" no Novo Mercado da BM&FBOVESPA (em 2009)



Fonte: BTG Pactual (2009)

tem menos importância. Em termos de conselho de administração, algumas das principais características das empresas listadas brasileiras são as seguintes:

1. Tamanho do conselho: Um mínimo de três membros para uma listagem Tradicional, enquanto o Novo Mercado exige um mínimo de cinco. Os conselhos continuam relativamente pequenos segundo padrões internacionais.

2. Independência do conselho: Não há exigência no caso de uma listagem de Tradicional e apenas um mínimo de 20% de membros independentes para a listagem no Novo Mercado. As melhores práticas internacionais geralmente requerem acima de 75% de independência, mas isso é muito fora do comum no Brasil. Em um estudo das 100 empresas brasileiras listadas com maior liquidez de mercado, o BTG Pactual (2014) descobriu que 25 tinham menos de 20%, 51 entre 20% e 50%, 21 de 50% a 75% e apenas três empresas tinham 75 % de conselheiros independentes.

3. Separação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente: É uma prática comum no Brasil (o estudo do BTG Pactual [2014] descobriu que isso é verdade para 94 das 100 empresas); Na prática, o diretor presidente normalmente representa o acionista controlador. O estudo do BTG Pactual documentou que apenas sete empresas tinham presidentes do conselho verdadeiramente independentes.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

4. Comitês do conselho: O estudo BTG Pactual (2014) mostra que não é comum que os conselhos fiscais tenham um comitê de auditoria (apenas 35% das empresas os possuem e, destes, apenas metade é coordenada por um conselheiro independente). Por outro lado, um conselho fiscal era mais comum (64% das empresas), sendo responsável pelo cumprimento da legislação e pela emissão de parecer sobre as contas da empresa,

Finalmente, há pouca informação na Economatica e outras bases de dados comerciais sobre dois outros itens. Primeiro, parece haver alguma variação nos pacotes de compensação dos administradores de empresas brasileiras. O estudo do BTG Pactual (2014) descobriu que 38% das empresas usavam bônus e opções de ações, 23% usavam apenas opções de ações e 12% usavam apenas bônus. No entanto, os termos destes eram difíceis de medir. Em segundo lugar, outro item importante é a divulgação de transações com partes relacionadas. Apenas 23% das empresas analisadas no BTG Pactual (2014)) tinham uma política formal e detalhada sobre esta questão, o que significa que os investidores em mais de três quartos destas empresas tinham dificuldade em rever essas transacções.

4. Resultados sobre Unificação de Classes de Ações no Brasil: Evidência do Novo Mercado

A reforma do Novo Mercado é um bom laboratório para testar a associação entre a estrutura de ações de classe única e o desempenho das empresas. A adoção do princípio de "uma ação, um voto" pode ajudar a alinhar os interesses dos investidores e das empresas. Utilizando a amostragem abrangente da Economatica das 291 empresas BM&FBOVESPA descritas acima, analisamos se as empresas com tratamento equitativo de acionistas desfrutaram de melhor desempenho, se essas empresas obtiveram maior valor de mercado (e, portanto, menor custo de capital) e se os riscos foram mitigados para os investidores.

4.1. Desempenho de Mercado

Será que as empresas com listagem de uma única classe de ações produziram retornos mais altos para os acionistas? Para responder a essa questão, começamos por analisar os índices de ações criados pela BM&FBOVESPA. Esses índices de retorno estão representados na **Figura 6**.[13] Os índices especiais de governança corporativa são o IGCNM (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - Novo Mercado) e o ITAG (Índice de Ações com Tag-Along Diferenciado).[14,15] Estes podem ser comparados contra o IBOV (Índice Bovespa), das empresas mais representativas no mercado da BM&FBOVESPA, tanto por capitalização de mercado quanto por volume negociado.[16] Finalmente, examinamos também o IBRA (Índice Básico da BM&FBOVESPA).

[13]Todos os índices são índices de retorno total (ou seja, incluindo dividendos e outras distribuições) e expressos em reais (R $). A Bloomberg tem dados disponíveis sobre esses índices de retorno desde 2007.

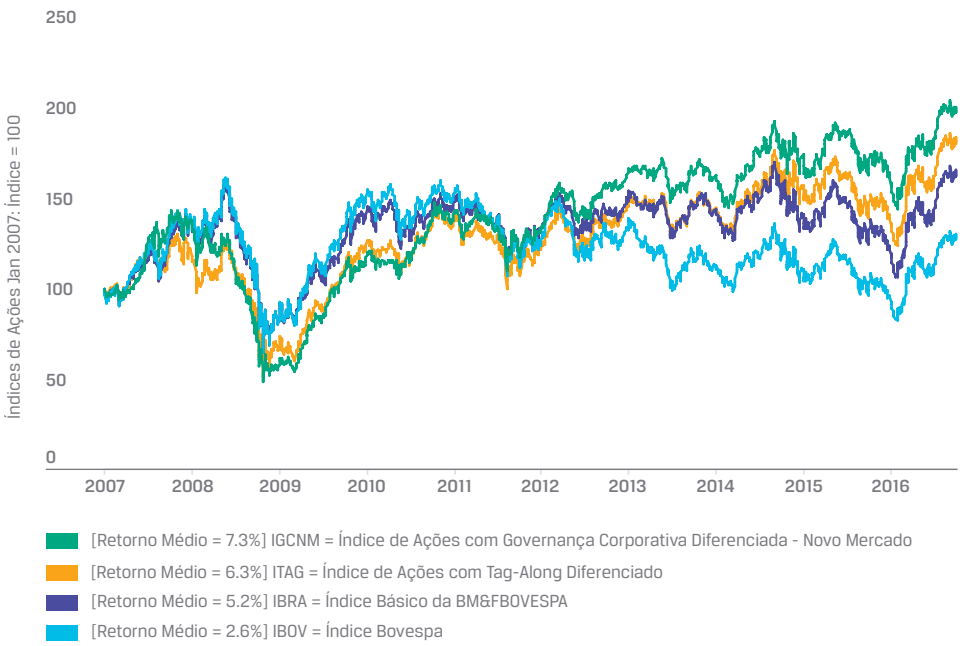
[14]O índice IGCNM mede o desempenho dos preços das ações listadas para negociação no segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

[15]O índice ITAG é composto por empresas que oferecem direitos tag-along aos acionistas minoritários. Quando uma empresa é adquirida, os acionistas minoritários têm o direito de receber, para suas ações ordinárias, pelo menos 80% do valor pago aos acionistas controladores. As sociedades com direitos especiais de tag-along podem fixar montantes mais elevados ou alargar aos accionistas minoritários os mesmos direitos de pagamento detidos pelos titulares das acções preferenciais.

[16]Este é o mais antigo e mais comumente utilizado benchmark para o mercado brasileiro. Há data deste relatório, este índice era composto de 56 empresas que atendiam aos critérios de inclusão da BM&FBOVESPA.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Figura 6. Desempenho do Índice de Ações - Novo Mercado vs. outras empresas



Fonte: Bloomberg. Todos os índices são índices brutos de retorno total (em R $) ponderados pelo valor do free float de mercado.

A Figura 6 ilustra que os retornos do IGCNM (empresas do Novo Mercado) foram melhores que os do ITAG (proteção intermediária dos direitos dos acionistas minoritários), e ambos superaram a performance do Mercado em geral (IBRA ou o IBOV). Em geral, no entanto, o mercado de ações brasileiro não teve um bom desempenho na última década, produzindo retornos anuais médios de apenas um dígito percentual. Isso não foi muito atrativo dados os níveis de inflação no Brasil durante o mesmo período.

4.2. Desempenho Contábil-financeiro e Valor de Mercado

Para analisar se há uma diferença de desempenho entre as empresas do Novo Mercado com estrutura de ações de classe única e outras empresas no Brasil, adotamos diferentes abordagens. A primeira forma de identificar ganhos tangíveis é examinando as medidas contábeis-financeiras de rentabilidade, em particular o retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre capital próprio (ROE). Para o efieto, tomamos os últimos 10 anos fiscais para calcular o ROA ou ROE médio no final de nosso período de amostragem (junho de 2006 a junho de 2016).[17] Os resultados da **Tabela 3** e **Figura 7** são bastante acentuados - as empresas do Novo Mercado produziram melhores resultados operacionais. Foram também realizados testes t e estas diferenças são estatisticamente significativas a níveis de confiança elevados.

A segunda abordagem é testar se as empresas com melhores práticas de governança estão associadas a maior criação de valor para os acionistas. Tomamos um indicador popular do valor das ações: o market-to-book (M/B) ratio. O M/B ratio é calculado como o valor de mercado do patrimônio líquido acrescido da dívida sobre o valor contábil do total de ativos (até o final de junho de 2016). Acadêmicamente, o M/B ratio é também conhecido como o Tobin Q ratio e é a medida mais comumente usada em estudos sobre governança corporativa (por exemplo, Gompers, Ishii, and Metrick [2010]). Os resultados da **Figura 8** confirmam que os investidores recompensam as empresas do Novo Mercado com múltiplos de mercado mais elevados. Em seguida, analisamos a política de pagamento de dividendos. Não é claro que o "dividend yield" seja necessariamente mais alto para as empresas do Novo Mercado, uma vez que os dividendos estão associados às ações preferenciais sem direito de voto.[18] De fato, um alto dividend yield pode aumentar o custo de capital de uma empresa. A **Figura 8** mostra que as empresas do Novo Mercado pagaram menos dividendos nos últimos 10 anos. Essas diferenças são estatisticamente significativas.

Uma crítica às comparações de médias apresentadas acima é que há muitos fatores omitidos que poderiam fazer com que as empresas do Novo Mercado fossem diferentes das listagens com governança corporativa mais baixa. Por exemplo, o segmento Novo Mercado pode ser composto por empresas de maior dimensão ou que operam com maior alavancagem financeira. Para responder a estas questões, apresentamos resultados de regressões multivariadas. Incluímos também "fixed effects" para controlar para a indústria em que uma empresa opera.

[17]Quando a empresa tem dados para menos de 10 anos fiscais, tomamos os 5 ou 3 últimos anos, dependendo do que estiver disponível. Fazemos também "winsorizing" desses ratios a 100% e -100% para reduzir o efeito de "outliers" nos dados.

[18]De forma semelhante, o estudo do The World Bank (2009) encontra um dividend yield menor para os 14 membros do Círculo de Empresas da América Latina.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Tabela 3. Diferenças de Desempenho, Valor de Mercado e Risco

Segmento:	Média (ROA)	Média (ROE)	Média (M/B Ratio)	Média (Dividend Yield)	Média (Volatilidade)
Tradicional ou Outro	-0.73	4.14	1.33	6.98	51.74
Nível 1 e 2 com direitos de tag-along	0.35	7.38	1.16	4.61	44.95
Novo Mercado	3.85	8.90	1.50	3.44	46.34
Diferença estatística	YES	YES	YES	YES	YES
(confiança = 100% - *p*-value do test *t*)	100%	98%	84%	99%	95%

Figura 7. Desempenho Operacional por Segmento de Listagem

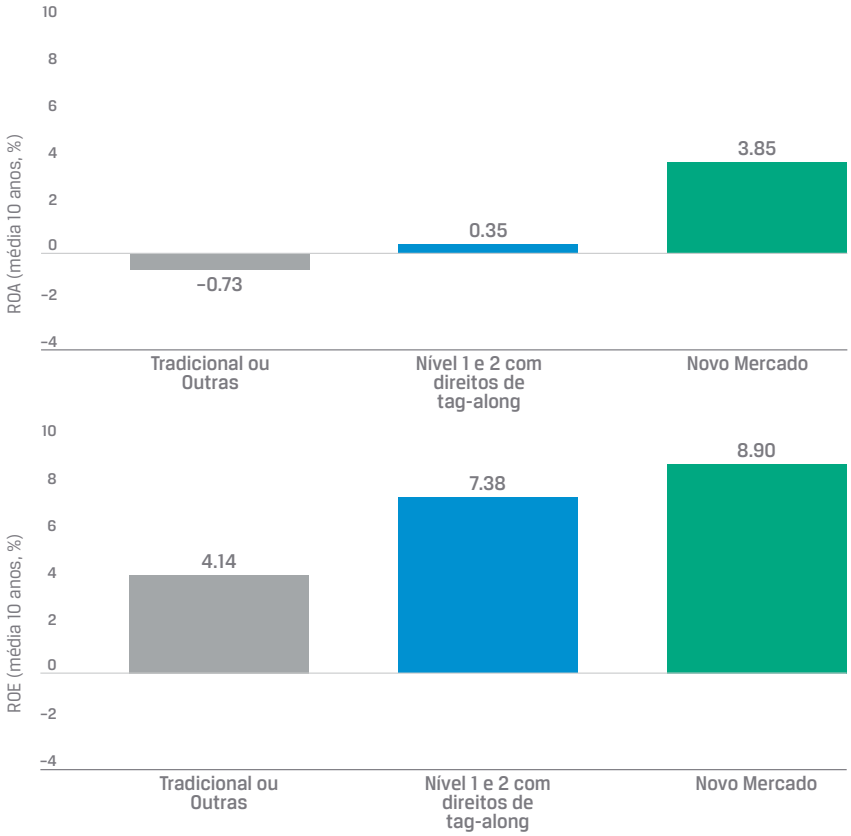
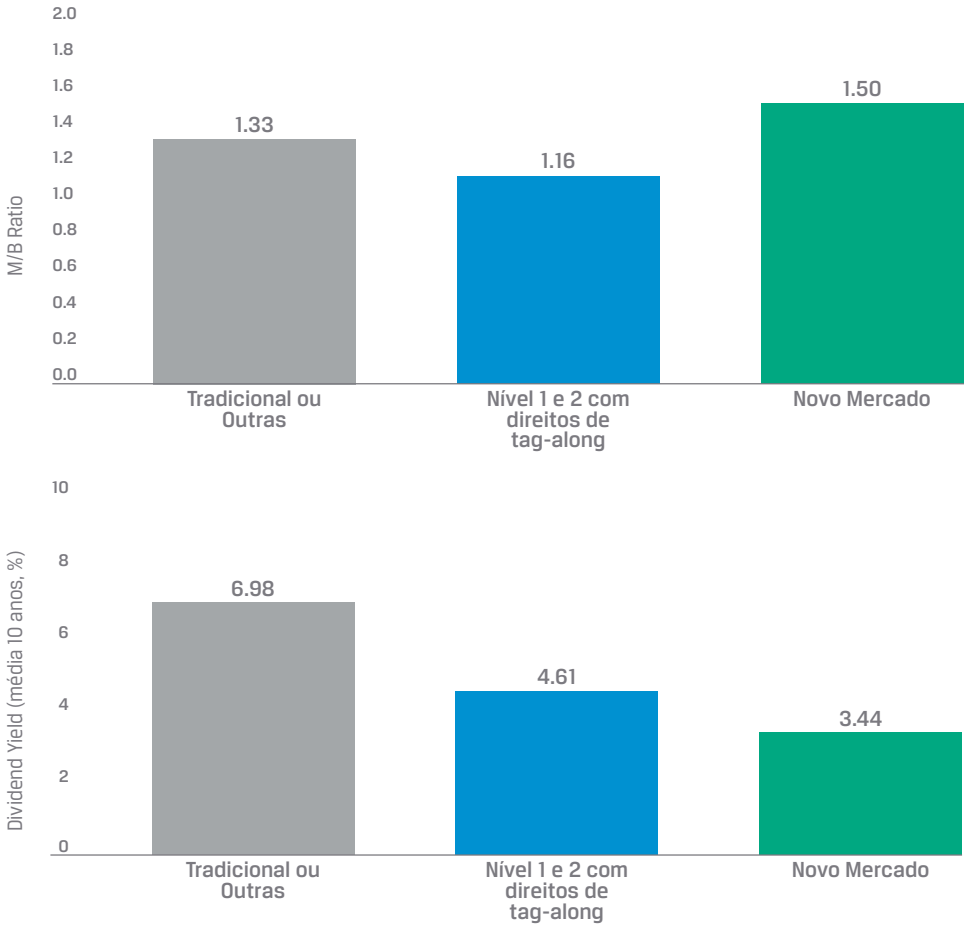


Figura 8. Desempenho das Ações por Segmento de Listagem



Nas **Tabelas 4 e 5** apresentamos os resultados da regressão tanto para o ROA (desempenho operacional) quanto para os M/B ratios (valor de mercado). Os coeficientes de regressão estimados em **bold** indicam os coeficientes que são estatisticamente diferentes de zero, e as estrelas indicam o nível de significância (ou p-value) das estimativas. Por exemplo, uma marca "***" indica que o coeficiente é estatisticamente diferente de zero ao nível de confiança de 99% (isto é, um p-value de 0.01). O Apêndice apresenta as definições de variáveis para todos os controles incluídos nas regressões.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Tabela 4. Regressões Multivariadas de Desempenho Contábil (ROA)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
Novo Mercado	**6.260*** **	**6.319*** **	**6.304*** **	**8.041*** **	**8.029*** **	6.760
	(1.665)	(1.530)	(1.543)	(2.164)	(2.170)	(5.087)
Controlling shareholder						-0.194
						(4.448)
Novo Mercado and controlling shareholder						1.150
						(5.086)
ln (assets)		1.896***	1.913***	1.996***	1.962***	2.065***
		(0.379)	(0.434)	(0.440)	(0.502)	(0.504)
Leverage		0.000403	0.000412	0.000255	0.000371	0.00110
		(0.0158)	(0.0159)	(0.0159)	(0.0159)	(0.0162)
ROA		-0.962	-0.955	-0.972	-1.011	-0.293
		(0.737)	(0.743)	(0.743)	(0.790)	(0.831)
Dividend yield		0.522***	0.522***	0.512***	0.511***	0.464***
		(0.0870)	(0.0872)	(0.0876)	(0.0878)	(0.0893)
ADR listing			-0.231	-0.183	-0.305	-0.230
			(2.798)	(2.797)	(2.926)	(2.902)
Tag-along rights				-2.390	-2.417	-2.789
				(2.089)	(2.101)	(2.097)
iBovespa index member					0.338	-0.108
					(2.334)	(2.342)
Observations	291	286	286	286	286	278
R-squared	0.169	0.364	0.364	0.367	0.367	0.349
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Erros padrão entre parênteses.
*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$

Tabela 5. Resultados de Regressão Multivariada do Valor de Mercado (M/B ratios)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	M/B ratio	M/B ratio	M/B ratio	M/B ratio	M/B ratio	M/B ratio
Novo Mercado	**0.276****	**0.447*****	**0.469*****	**0.524*****	**0.431****	-0.229
	(0.134)	(0.129)	(0.129)	(0.182)	(0.173)	(0.390)
Controlling shareholder						-0.429
						(0.339)
Novo Mercado and controlling shareholder						**0.757***
						(0.385)
ln (assets)		-0.171***	-0.202***	-0.199***	-0.277***	-0.277***
		(0.0315)	(0.0353)	(0.0361)	(0.0367)	(0.0357)
Leverage		-0.000855	-0.000862	-0.000866	-0.000429	-0.000537
		(0.00133)	(0.00132)	(0.00132)	(0.00125)	(0.00123)
ROA		-0.00675	-0.00661	-0.00676	-0.00624	-0.00171
		(0.00517)	(0.00514)	(0.00516)	(0.00488)	(0.00485)
Dividend yield		-0.00108	-0.00139	-0.00163	-0.00222	0.00157
		(0.00778)	(0.00774)	(0.00777)	(0.00734)	(0.00718)
ADR listing			**0.436***	**0.437***	0.0319	0.0554
			(0.231)	(0.232)	(0.230)	(0.222)
Tag-along rights				-0.0750	-0.146	-0.0937
				(0.175)	(0.165)	(0.161)
iBovespa index member					**0.988*****	**0.988*****
					(0.173)	(0.167)
Observations	291	286	286	286	286	278
R-squared	0.095	0.234	0.244	0.245	0.329	0.341
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Erros padrão entre parênteses.
*** $p<0.01$, ** $p<0.05$, * $p<0.1$.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

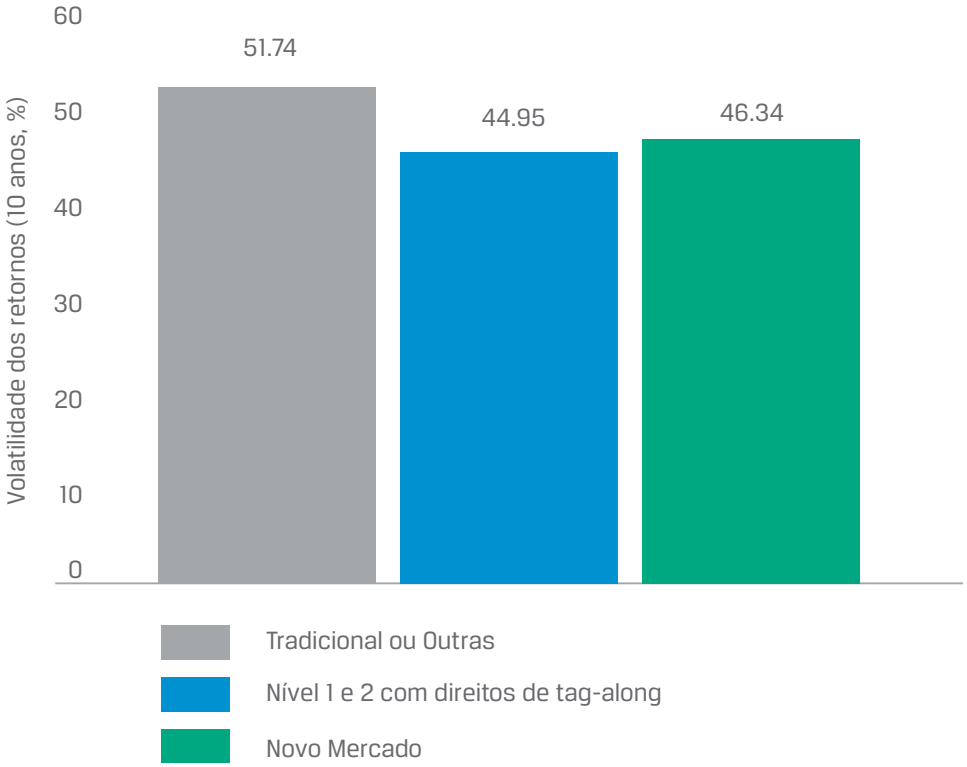
Nesta análise a variável de interesse é a dummy do Novo Mercado, que indica as empresas que estão no Novo Mercado. Os coeficientes positivos e estatisticamente significativos da variável dummy do Novo Mercado mostram a forte associação positiva entre classes únicas de ações do Novo Mercado e medidas de desempenho da empresa. Os resultados nas colunas (1) e (2) indicam um ROA 6.3% maior (Tabela 4) e um aumento de 0.28-0.45 no M/B ratio (Tabela 5), dependendo se se usa ou não variáveis de controle. Ambos os efeitos são economicamente importantes. Uma ressalva com estas regressões é que a estatística R-squared de menos de um terço significa que há dois terços de variação nao explicada no desempenho das empresas.

Uma vantagem das regressões multivariadas nas Tabelas 4 e 5 é poder testar se uma listagem no Novo Mercado adiciona valor em comparação com outras listagens voluntárias que as empresas brasileiras podem fazer. Em particular, 28 firmas brasileiras na amostra também têm um "cross-listing" de ADR numa bolsa de valores norte-americana. As regressões multivariadas permitem extrair o valor acrescentado pela governança do Novo Mercado separadamente dos potenciais benefícios de um "cross-listing" nos EUA via ADR. Depois de controlar para ADRs, as colunas (3) das Tabelas 4 e 5 continuam a mostrar uma associação positiva entre uma listagem no Novo Mercado e ambas as medidas de desempenho da empresa (ROA e M/B ratios). Os coeficientes estimados para a "ADR listing" mostram alguma evidência (fraca) de que o mercado recompensa ADRs com maiores M/B ratios (Tabela 5), mas não há diferença estatisticamente significativa em termos de ROA (Tabela 4). Em ambos os casos, os coeficientes estimados da variável dummy do Novo Mercado são sempre positivos e significativos, sugerindo que a listagem de governança corporativa diferenciada no Brasil é importante. Esses resultados validam uma das motivações da reforma do Novo Mercado. Adicionalmente, o Novo Mercado teve também como objetivo interromper a migração da liquidez de negociação das empresas brasileiras para as bolsas americanas no início dos anos 2000. Os dados dos volumes negociados nos EUA e no Brasil sugerem que ocorreu uma reversão dessa tendência nos últimos anos. Em 2016, apenas cerca de 36% do volume negociado das empresas com programas de ADR ocorreu nos EUA. Em comparação esta fracção excedia os 50% em 2008. No entanto, o volume de negociação reverteu para a BM&FBOVESPA.[19]

As regressões também permitem medir o diferencial entre as empresas do Novo Mercado versus empresas com direitos de tag-along. As colunas (4) das Tabelas 4 e 5 mostram que os coeficientes estimados sobre os direitos tag-along não são estatisticamente diferentes de zero, sugerindo que estes direitos não estão significativamente associados a um melhor desempenho da empresa. No entanto, continuamos a observar uma relação positiva entre

[19]Fonte: BM&FBOVESPA "Investor Relations - Monthly Presentation (June 2016)".

Figura 9. Volatilidade de Retorno de Ações por Segmento de Listagem



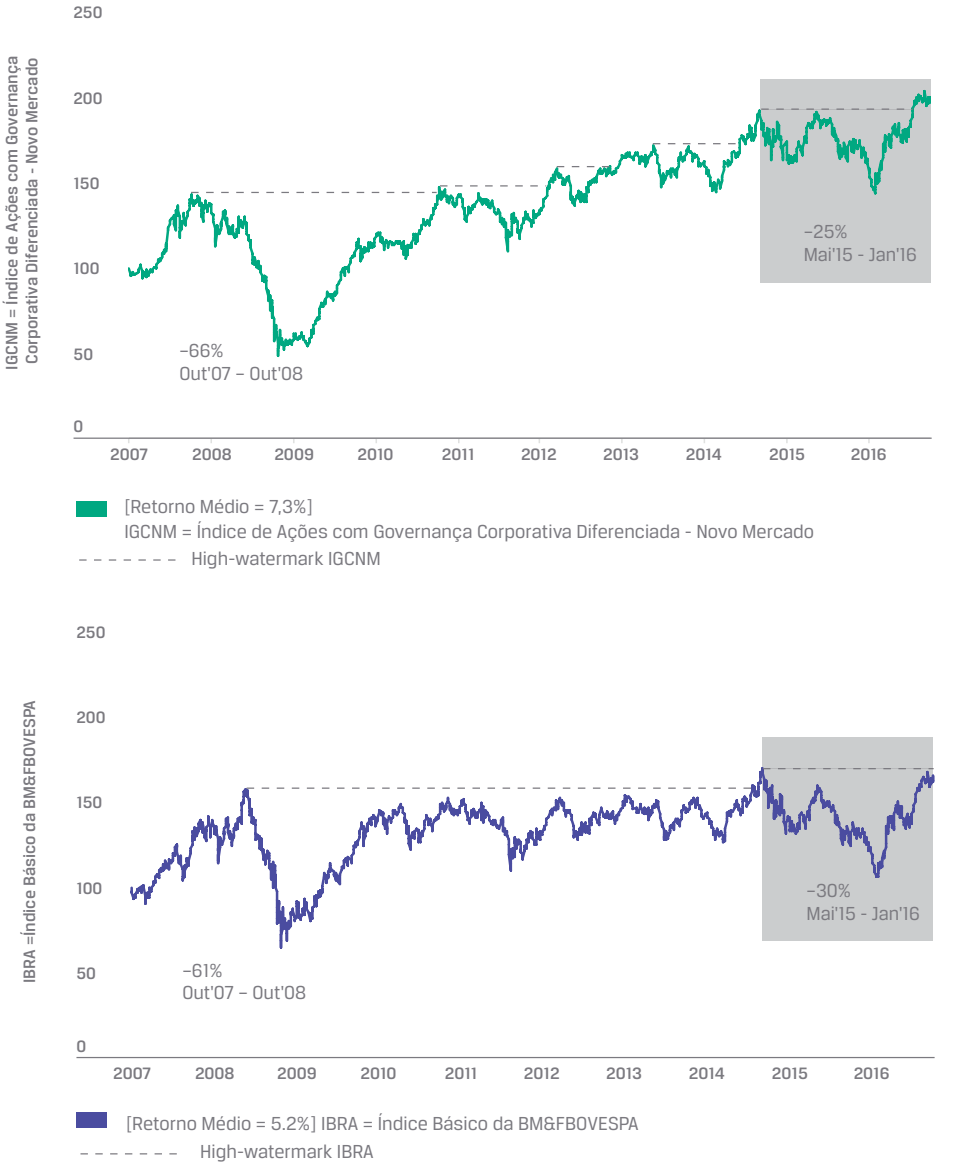
o desempenho e a listagem de uma única classe de ações no Novo Mercado, mesmo após controlarmos para os direitos de tag-along.

Outro aspecto que podemos controlar é para um potential efeito de uma empresa estar no principal índice de ações (o iBovespa). Os resultados mostram que não há relação entre os membros do índice iBovespa e ROA [coluna (5) da Tabela 4], mas um efeito positivo no M/B ratio [coluna (5) da Tabela 5]. É importante ressaltar que contiuamos a observar uma relação positiva entre o desempenho e a listagem no Novo Mercado, mesmo após o controle do efeito iBovespa.

Finalmente, além da estrutura "uma ação, um voto", um aspecto interessante que destacamos na discussão acima é o nível de concentração acionista, mesmo em empresas do Novo Mercado (ver Figura 4). Para analisar esta questão de forma mais detalhada, criamos uma variável dummy que indica os casos em que há acionistas controladores (estado,

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Figura 10. "Drawdowns" – Novo Mercado vs. outras empresas



família ou administração, subsidiárias ou outros) e expandimos as regressões para testar o efeito da interação. O coeficiente positivo estimado para a variável de interação " Novo Mercado and controlling shareholder" (Novo Mercado e Acionista Controlador) na coluna (6) do Tabela 5 mostra evidência estatística de que uma listagem no Novo Mercado é recompensada com um M/B ratio mais elevado, particularmente nos casos de presença de um acionista controlador. Isso sugere que o princípio da proporcionalidade e o melhor tratamento dos acionistas minoritários no Novo Mercado são valiosos.

4.3. Mitigação de Risco

Outro aspecto importante que os investidores podem obter com listagem no Novo Mercado é a potencial mitigação de riscos. Para isso, começamos por analisar uma medida tradicional de risco: a volatilidade dos retornos das ações. A **Figura 9** mostra que as empresas do Novo Mercado apresentaram uma volatilidade ligeiramente menor na última década. A Tabela 3 também ilustra que as empresas do Novo Mercado são estatisticamente menos arriscadas do que as empresas com listagem Tradicional ou Outras (mas não em relação às empresas Nível 1 e 2 com tag-along)

Além da volatilidade, muitos investidores podem estar especialmente preocupados com retornos negativos. Testar o valor da boa governança corporativa durante as recessões do mercado é particularmente importante no contexto brasileiro, visto que foi impactado tanto por um choque global (a crise financeira internacional de 2008) como por um choque no mercado doméstico (desencadeado pela crise de 2014-2015 "Petrolão - Operação Lava Jato). Desta forma, examinamos os "drawdowns" nos preços das ações (isto é, os declínios do pico ao fundo) durante esses episódios de crise na última década. Na **Figura 10** detectamos diferenças no período 2014-2015, sugerindo que as empresas do Novo Mercado foram relativamente menos afetadas pelo episódio de escândalo de corrupção. Enquanto o mercado de ações geral apresentou uma queda de 30%, o Novo Mercado apresentou uma queda de 25%. No entanto, a diferença não é economicamente grande e é apenas indicativa de que os investidores minoritários tiveram menos perdas ao investir em empresas do Novo Mercado.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

5. A Próxima Etapa na Reforma do Novo Mercado

Com o objetivo de aumentar o impacto do Novo Mercado, a BM&FBOVESPA realizou audiências públicas pela primeira vez em 2005-2006, e novamente por um período mais longo em 2008-2011. No entanto, as reformas implementadas foram limitadas e as regras do Novo Mercado são praticamente as mesmas hoje em dia do que no seu lançamento em 2000. Esse fato, aliado a uma percepção crescente de que o Novo Mercado está perdendo eficácia a criar um bom ambiente para os investidores, levou várias partes interessadas a exigir uma evolução das regras, com base nas lições destas duas últimas décadas.

Em resposta, em 2015, a BM&FBOVESPA anunciou uma nova fase de reforma dos segmentos do Novo Mercado e do Nível 2.[20] A bolsa realizou consultas privadas de março a maio de 2016, seguidas de audiências públicas de junho a setembro de 2016 (primeira fase) e de novembro de 2016 até janeiro de 2017 (segunda fase) com o objetivo de elaborar as regras finais na primavera para serem votadas pelas empresas membros até o final de junho de 2017. A CVM ainda precisaria aprovar as eventuais mudanças para entrarem em vigor em 2018.

As propostas da BM&FBOVESPA do processo de evolução dos segmentos especiais a partir das audiências da segunda fase em novembro de 2016, podem ser resumidas da seguinte forma[21]:

1. Ofertas Públicas de Aquisição (OPA)

   - Saída do Segmento: É relativamente fácil hoje para uma empresa deixar o Novo Mercado. A BM&FBOVESPA agora propõe que tal decisão esteja condicionada à realização de uma OPA a acionistas minoritários a um preço justo. Na versão atual da proposta, seria necessário um quorum de aceitação de 40% para sair do Novo Mercado.

   - OPA 30: Muitos partipantes do mercado criticam as lacunas legais que permitem que as empresas sejam compradas/vendidas sem consideração dos direitos de

[20]Fonte: BM&FBOVESPA "Evolution Process of the Special Segments" - http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/listing/equities/listing-segments/about-listing-segments/evolution-process-of-the-special-segments/

[21]Esta lista resume os itens mais relevantes da apresentação da BM&FBOVESPA "Public Hearing – Development of the Listing Segments" (27 de junho de 2016), levando em conta os ajustes anunciados em " Evolution of the Special Segments – Second Stage of the Public Hearing " (7 de novembro de 2016).

tag-along. A BM&FBOVESPA propõe uma OPA obrigatória caso o comprador adquira 30% (ou possivelmente 20%) da empresa.

2. Melhorias na Governança Corporativa

- Membros do conselho de administração: pelo menos 20% ou dois conselheiros independentes, o que for maior (aumentando, na prática, o grau de independência do conselho de administração);
- Remuneração: divulgação de remuneração mínima, média e máxima dos administradores, com salvaguarda de empresas que tenham decisões judiciais a justificar que não divulguem tais informações;
- Processo de avaliação do conselho de administração mas com flexibilidade no processo de implementação pelas empresas;
- Comitê de auditoria estatutário;
- Relatório Socioambiental.

A lista acima sugere duas coisas. Primeiro, a BM&FBOVESPA não está cedendo à pressão para aliviar a regra de "uma ação, um voto". Tais pressões existem não apenas no Brasil, mas também em outros países, como mostra o debate sobre a listagem da Alibaba nos Estados Unidos (depois de sua rejeição em Hong Kong).[22] Isso é particularmente encorajador, uma vez que o presente estudo sugere que a estrutura de "uma ação, um voto" é talvez o item mais importante do Novo Mercado.

Em segundo lugar, a lista não fecha lacunas que permitam um aumento *de facto* do número de classes de acções. Um desses casos é a Gol Airlines, uma companhia aérea de baixo custo que é uma empresa do Nível 2. Em 2015, a Gol criou "super-ações preferenciais" ("Super PNs") para superar as limitações a participações de capital estrangeiro como companhia aérea e facilitar o processo de compra e venda de ações. Decidiu aumentar o número de ações ordinárias (ON) em 35 vezes para adicionar capital ao nível das ações preferênciais (PN). A administração da companhia alegou que isto se deveu a ter as seguintes restrições que limitavam aumentos de capitalização: (1) a Gol estava perto do limite legal das ações preferenciais que poderia emitir, que é fixado em 50% do total de ações; e (2) a impossibilidade de listar as ações ON com limites a capital estrangeiro (BTG Pactual [2015]). Os investidores minoritários da Gol aprovaram esta mudança de estrutura de capital.

[22]O Council of Institutional Investors se opôs a ele em suas cartas à London Stock Exchange, NYSE e NASDAQ_ http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Muitos investidores minoritários ressaltaram que a Gol poderia emitir ações não votantes no futuro, permitindo que os acionistas controladores controlassem a empresa com apenas 1.4% do capital total.

Outros aspectos da governança corporativa brasileira não abordadas pelas reformas atuais são questões relativas aos acordos de acionistas. Um desses casos é a Usiminas, onde, em 2014, a Ternium (que detém 27.7% das ações ON votantes) e a Nippon (29.5%) haviam entrado em conflito, apesar de seu acordo de acionistas estar em vigor até 2032. Se o acordo fosse dissolvido e um dos detentores de bloco procurasse o controle majoritário das ações da ON, não está claro qual seria a aplicação dos direitos tag-along para investidores minoritários (Valor Econômico [2014]).

A BM&FBOVESPA pode estar sentindo alguma resistência, uma vez que muitas das reformas propostas na revisão de 2008-2011 acabaram não sendo aprovadas pelas empresas listadas.[23] Por exemplo, a obrigatoriadade de um comitê de auditoria e a OPA 30 foram inicialmente propostas em 2008-2011 mas não foram aprovada nessa época. Estas propostas foram reintroduzidas nas propostas de revisão de 2016. Em contraste, a proposta de aumentar para 30% (de 20%) a fração de conselheiros independentes também foi rejeitada em 2008-2011 e não foi trazida de volta nas propostas de 2016.

Os participantes no mercado divergem em suas opiniões sobre as propostas atuais. O setor corporativo manifestou certa resistência com a Associação Brasileira de Empresas Públicas (ABRASCA) em sua carta de comentários de janeiro de 2017 alertando que as reformas trariam custos adicionais de compliance num ambiente de mercado difícil para as empresas brasileiras (ABRASCA, 2017). Por exemplo, a associação mencionou que regras como a exigência de um Comitê de Auditoria seriam demasiado onerosas. Argumentou que esses custos de compliance eram reais, referindo-se à experiência negative das empresas brasileiras com cross-listings nos EUA quando da implementaçãoo da lei Sarbanes-Oxley. A ABRASCA pediu que a aprovação de 40% dos acionistas para a exclusão voluntária do Novo Mercado e do segmento do Nível 2 seja relaxada para a percentagem mensurada entre os acionistas presentes na assembléia geral. A Associação de Investidores de Mercados de Capitais (Amec), que representa investidores minoritários, argumentou que os 40% eram um relaxamento do limite de 50% de aprovação majoritária pelos acionistas, originalmente proposto pela BM&FBOVESPA na primeira fase das audiências (Amec 2017). A Amec também criticou a linguagem mais flexível na divulgação da remuneração dos executivos.

[23]Apresentação de Armínio Fraga da BM&FBOVESPA "How Have Stock Exchanges in the Region Impacted Corporate Governance" na Latin American Roundtable of Corporate Governance (outubro de 2010).

Ao mesmo tempo, porém, a ABRASCA havia feito concessões anteriores sobre outros pontos. Depois de rejeitar originalmente algumas das mudanças em sua carta de comentários de setembro de 2016, em janeiro de 2017 expressou aprovação em termos do mínimo de dois diretores independentes, entre outras regras (ABRASCA 2017). O processo de decisão é complexo e o período de audiência ainda está em andamento há data deste estudo.

Dado os benefícios que documentamos sobre a regra de "uma ação, um voto" do Novo Mercado, é reconfortante ver que as propostas de reformas atuais não toquem nesse princípio. No entanto, o conjunto de reformas ainda deixa as normas de governança corporativa do Brasil bem abaixo dos padrões de excelência internacionais em termos de estrutura do conselho de administração (pro exemplo, 20% é baixo em termos de independência do conselho) e limitada divulgação de remuneração da administração. A dificuldade em implementar melhorias mais significativas na estrutura de governança corporativa nas propostas da BM&FBOVESPA sugere objetivos menos ambiciosos dos que deram origem ao Novo Mercado em 2000.

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

6. Conclusões

Este estudo demonstra o sucesso do Novo Mercado lançado em 2000, e documenta que está associado ao melhor desempenho (e risco mitigado) dessas empresas com governança corporativa diferenciada na última década. Em 2016, o segmento do Novo Mercado representava cerca de 40% da capitalização do mercado brasileiro, mas isso não impediu a queda líquida no número de empresas listadas entre 2000 e 2016. A grande maioria das empresas listadas ainda tem acionistas controladores - em particular as famílias fundadoras e o governo brasileiro. Este estudo sugere que a regra de "uma ação, um voto" de uma listagem do Novo Mercado ajuda a resolver os conflitos potenciais entre controladores versus acionistas minoritários. Documentamos que uma listagem de uma classe de ações únicas no Novo Mercado é recompensada com um maior M/B ratio, particularmente quando um acionista controlador está presente.

Esses resultados mostram que uma iniciativa privada como o Novo Mercado, baseada no poder de auto-regulação da BM&FBOVESPA, pode trazer benefícios para as empresas listadas. No entanto, o mercado acionário brasileiro ainda precisa de reformas de governança, e a próxima etapa da evolução do Novo Mercado iniciada em 2016-2017 deveria seguir uma agenda mais ambiciosa. O mercado de ações brasileiro continua relativamente limitado quando comparado ao peso da economia brasileira no mundo. A melhoria dos padrões de governança que protegem os direitos dos acionistas minoritários ajudará a impulsionar o mercado de ações local como uma importante fonte de capital para a atividade econômica no Brasil.

Referências

Adams, Renee, and Daniel Ferreira. 2008. "One Share, One Vote: The Empirical Evidence." *Review of Finance*, vol. 12: 51–91.

Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA). "Manifestação da Abrasca na Segunda Fase da Audiência Pública sobre a Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem." (January 6, 2017). Available at http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09758C221250159841960DB0F78.

Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec). "Carta/AMEC/Presi n° 01/2017 Evolução Dos Segmentos Especiais—Nova Audiência Pública." (January 4, 2017). Downloadable at http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09758C22125015984195FED0EE8.

Bennedsen, Morton, Kasper Miesner Nielsen, and Thomas Vester Nielsen. 2012. "Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-Along Rights in Brazil." *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 4: 904–918.

Berle, Adolf, and Gardiner Means. *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers, 1932.

Black, Bernard S., Antonio Gledson de Carvalho, and Erica Gorga. 2010. "Corporate Governance in Brazil." *Emerging Markets Review*, vol. 11, no. 1: 21–38.

Pactual, BTG. 2009. "Getting to know Brazil #1: The Poison Pill Myth."

———. 2014. "Getting to know Brazil #9: Corporate Governance: It Pays to be on Top." Available at https://www.btgpactual.com/Research/OpenPdf.aspx?file=20570.pdf.

———. 2015. "Super PNs: Bringing Flexibility to Capital Structure." Available at https://www.btgpactual.com/Research/OpenPdf.aspx?file=26294.pdf.

Carvalhal, Andre. 2012. "Do Shareholder Agreements Affect Market Valuation? Evidence from Brazilian Listed Firms." *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 4: 919–933.

Conti, Claudio Ramos, and L. Felipe Monteiro. 2014 *Banco do Brasil: From Brazil to the World?* Fontainebleau INSEAD Case Publishing, 2014.

De Carvalho, Antonio Gledson, and George G. Pennacchi. 2012. "Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil." *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 4: 883–903.

European Corporate Governance Institute (ECGI) and Institutional Shareholder Services. (ISS). 2007. "Report on the Proportionality Principle in the European Union."

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

An External Study Commissioned by the European Commission. Available at http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf.

Fernandes, Nuño. 2016. "Ultra Novo Mercado A and B." IMD case studies. Available at http://www.imd.org/research/publications/case-studies/case/2921/.

Financial Times. "What Is the Petrobras Scandal That Is Engulfing Brazil?" (March 31, 2016).

Gompers, Paul A., Joy Ishii, and Andrew Metrick. 2010. "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States." *Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 3: 1051–1088.

Inoue, Carlos F.K.V., Sergio G. Lazzarini, and Aldo Musacchio. 2013. "Leviathan as a Minority Shareholder: Firm-Level Implications of State Equity Purchases." *Academy of Management Journal*, vol. 56, no. 6: 1775–1801.

Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC) and Institutional Shareholder Services. (ISS). 2012. "Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4: 305–360.

Khanna, Tarun, Aldo Musacchio, and Ricardo Reisen de Pinho. 2010. "Vale: Global Expansion in the Challenging World of Mining." *Harvard Business Review* Case Study..

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1–2: 3–27.

Lazzarini, Sergio G., and Aldo Musacchio. 2010. "Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank BNDES), 1995–2003." Working paper. Available at http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/11-073.pdf.

Musacchio, Aldo, and Sergio G. Lazzarini. 2014. *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD). 2004. "OECD Corporate Governance Principles." Available at http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 2003. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century." *Journal of Financial Economics*, vol. 69: 5–50.

Santana, Maria Helena. 2008. "The Novo Mercado." Chapter 1 in *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Ed. the International Finance Corporation (IFC). Global Corporate Governance Forum Focus 5..

The Economist. (June 7, 2007). "European Corporate Governance: Tricks of the Trade."

The World Bank. 2006. "Case Studies of Good Corporate Governance Practices: Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Roundtable (English)." Available at http://documents.worldbank.org/curated/en/461761468266076850/Case-studies-of-good-corporate-governance-practices-companies-circle-of-the-Latin-American-corporate-governance-roundtable.

———. 2009. "Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle (English)." Available at http://documents.worldbank.org/curated/en/726671468047053207/Practical-guide-to-corporate-governance-experiences-from-the-Latin-American-companies-circle.

Econômico, Valor. "The Still Unsolved Controversy Over Tag-Along Rights in Brazil." (October 13, 2014).

© 2017 CFA INSTITUTE. ALL RIGHTS RESERVED.

Apêndice

Definições de Variáveis usadas nas Regressões das Tabelas 4 e 5

Novo Mercado = Variável dummy igual a 1 se as ações de uma empresa estão listadas para negociação no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, onde os emissores adotam ações de classe única e padrões de governança corporativa de nível superior.

Controlling Shareholder = Variável dummy igual a 1 se uma empresa tem um acionista (ou grupo de) acionista (s) que detém mais de 50% das ações com direito a voto. Os acionistas controladores incluem: 1) família ou administração; 2) estado; 3) subsidiárias; e 4) outros participantes.

Novo Mercado & Controlling Shareholder = Variável dummy igual a 1 se Novo Mercado = 1 e Controlling Shareholder = 1 (ou seja, uma empresa está listada no Novo Mercado e há também acionista controlador).

ln (Assets) = O logaritmo dos ativos da empresa medido em milhares de reais.

Leverage = A relação entre o valor contábil da dívida e a capitalização de mercado do patrimônio líquido.

ROA = Retorno sobre ativos.

Dividend Yield = Dividendos Anuais/Preço.

ADR listing = Variável dummy igual a 1 se uma empresa possuir uma American Depositary Receipt negociando em uma bolsa norte-americana.

Tag-along rights = Variável dummy igual a 1 se uma empresa for membro índice do Índice de Ações com Tag-Along Diferenciado (ITAG).

iBovespa index member = Variável dummy igual a 1 se uma empresa for membro índice do IBOV (Índice Bovespa).

CFA Institute

AUTOR

Pedro Matos
Academic Director of the Richard A. Mayo Center for Asset Management
Associate Professor of Business Administration (Finance)
Darden School of Business
University of Virginia

COLABORADOR

Mauro Rodrigues da Cunha
CEO
Associação de Investidores no Mercado de Capitais
AMEC

Luis Fernando Affonso, CFA
Institutional Relations and Advocacy
CFA Society Brazil

Matthew Orsagh, CFA, CIPM
Director
Capital Markets Policy
CFA Institute

James C. Allen, CFA
Head
Capital Markets Policy
Americas
CFA Institute

Kurt N. Schacht, JD, CFA
Managing Director
Standards and Advocacy
CFA Institute

THE AMERICAS
(800) 247 8132 PHONE (USA and Canada)
+1 (434) 951 5499 PHONE
+1 (434) 951 5262 FAX

915 East High Street
Charlottesville, VA 22902
USA

477 Madison Avenue
21st Floor
New York, NY 10022
USA

ASIA PACIFIC
+852 2868 2700 PHONE
+852 2868 9912 FAX

23/F, Man Yee Building
68 Des Voeux Road
Central, Hong Kong SAR

Si Wei Beijing Enterprise Management Consulting Company Limited
Unit 7, Level 12, Office Tower C1, The Towers, Oriental Plaza
No 1 East Chang An Avenue, Dong Cheng District
Beijing, 100738, China

CFA Institute India Private Limited
Naman Centre, Unit No. 103
1st Floor, Bandra-Kurla Complex, G Block, Bandra (East)
Mumbai 400 051, India

EUROPE, MIDDLE EAST, AND AFRICA
+44 (0) 20 7330 9500 PHONE
+44 (0) 20 7330 9501 FAX

67 Lombard Street
7th Floor
London EC3V 9LJ
United Kingdom

Rue du Champ de Mars, 23
1050 Brussels, Belgium

9 781942 713449
90000

CFA Institute

www.cfainstitute.org
info@cfainstitute.org