

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bjbfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

GOVERNANÇA CORPORATIVA:
UM ESTUDO DO EFEITO DA ADESÃO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO ÀS
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DA BOVESPA SOBRE O VALOR DE SUAS AÇÕES

Luiz Carlos do Nascimento
Orientador: Prof. Dr. Adalberto A. Fischmann

São Paulo
2003

Luiz Carlos do Nascimento

DEDALUS - Acervo - FEA



20600025789

GOVERNANÇA CORPORATIVA:

UM ESTUDO DO EFEITO DA ADESÃO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DA BOVESPA SOBRE O VALOR DE SUAS AÇÕES

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Administração

Orientador: Prof. Dr. Adalberto A. Fischmann
Universidade de São Paulo

São Paulo

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

2003

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Nascimento, Luiz Carlos do

Governança corporativa : um estudo do efeito da adesão das empresas de capital aberto às práticas de governança da Bovespa sobre o valor de suas ações / Luiz Carlos do Nascimento. -- São Paulo : FEA/USP, 2003.
110 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2003
Bibliografia.

1. Administração 2. Governança corporativa 3. Bolsa de Valores de São Paulo I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP II. Título.

CDD – 658

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof. Dr. Adolpho José Melfi

DIRETORA DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos

Aos meus pais, Amenês e Antonia
À minha mulher, Maria Angélica e ao meu filho, Pedro Augusto

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann, exemplo de respeito e confiança, pela amizade e orientação.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, membro da banca de qualificação, pelos ensinamentos nas disciplinas da área de finanças, pelo zelo e pela valiosa contribuição durante o exame desta dissertação.

Ao Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi, membro das bancas de qualificação e defesa, pela amizade e pela imensa disposição em auxiliar no desenvolvimento deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Adolpho Walter Pimazoni Canton, pela gentileza e cavalheirismo, a quem devo gratidão pelos acertos nos testes estatísticos e desculpas pelos eventuais erros.

À amiga e, em breve Doutora, Alessandra Montini Ventura, pelo incentivo e pela amável ajuda desde os primeiros passos no curso de mestrado até a produção desta dissertação.

À Petrobras e, em especial, aos colegas Odair Quintella e Teófanés de Almeida Elias, pelo apoio e pela compreensão que tornaram possível compatibilizar as atividades profissionais com os estudos acadêmicos.

SUMÁRIO

LISTAS

- Lista de Tabelas
- Lista de Gráficos
- Lista de Figuras
- Lista de Quadros

RESUMO

ABSTRACT

1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	1
1.1. Introdução	1
1.2. Objetivo da pesquisa	4
1.3. Situação-problema	5
1.4. Justificativa do estudo	6
1.5. Contribuição do estudo	8
2. REVISÃO DA LITERATURA	12
2.1. Objetivos da firma: da abordagem clássica à abordagem de governança corporativa	14
2.1.1. A teoria microeconômica neo-clássica tradicional e a abordagem contratual	14
2.1.2. Objetivos da firma: maximização do valor para os acionistas ou satisfação dos <i>stakeholders</i> ?	17
2.2. As diversas abordagens conceituais de governança corporativa	24
2.3. separação entre propriedade e gestão	27
2.3.1. Os problemas de conflitos de interesses e a teoria de agência	30
2.4. Separação entre propriedade e controle	32
2.4.1. Financiamento por intermédio da venda de participação acionária	32
2.4.2. Direitos dos acionistas minoritários	35
2.5. A questão governança corporativa e o ambiente institucional	36
2.5.1. A legislação brasileira das sociedades anônimas	37
2.5.2. O código de governança do IBGC	42
2.5.3. As instituições do mercado de capitais brasileiro	43

2.6. Panorama da governança corporativa na Itália e na Alemanha	44
2.6.1. O caso italiano	45
2.6.2. O <i>Neuer Markt</i> alemão	47
2.7. A governança corporativa e o mercado de capitais brasileiro	49
2.7.1. As regras de governança da BOVESPA	52
3. PESQUISA EMPÍRICA	60
3.1. Abordagem metodológica e método estatístico	60
3.2. Estrutura a e definição das variáveis de estudo	61
3.3. Levantamento dos dados populacionais	64
3.4. Tratamento dos dados	64
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS DO TESTE	74
5. CONCLUSÃO	75
5.1. Considerações finais	75
5.2. Limitações do estudo	76
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	78
6.1. Bibliografia Complementar	80
7. ANEXOS	82
7.1. ANEXO A – Principais instituições do mercado de capitais brasileiro	82
7.2. ANEXO B – Principais condições para listagem no <i>Neuer Markt</i> alemão	83
7.3. ANEXO C – Cotações de fechamento da BOVESPA	84
7.4. ANEXO D – Valores do IBOVESPA e IGC	100
7.5. ANEXO E – Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA	101

Listas

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Concentração de direitos de voto e formas de controle	47
TABELA 2 – Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC – Situação 1	66
TABELA 3 – Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC – Situação 2	67
TABELA 4 – Coeficiente angular da reta de regressão dos retornos em relação ao IBOVESPA – Situação 1	71
TABELA 5 – Coeficiente angular da reta de regressão dos retornos em relação ao IBOVESPA – Situação 2	72

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC para a Situação 1	65
GRÁFICO 2 – Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC para a Situação 2	65
GRÁFICO 3 – Coeficiente angular $B_{Bradesco-antes}$ da reta de regressão para a Situação 1	69
GRÁFICO 4 – Coeficiente angular $B_{Bradesco-depois}$ da reta de regressão para a Situação 1	69
GRÁFICO 5 – Coeficiente angular $B_{Bradesco-antes}$ da reta de regressão para a Situação 2	70
GRÁFICO 6 – Coeficiente angular $B_{Bradesco-depois}$ da reta de regressão para a Situação 2	70

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Ilustração do método “antes” e “depois”, com grupo de controle	61
FIGURA 2 – Modelo Conceitual	62

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Empresas constantes dos Níveis Diferenciados 1 e 2 e do Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA em 22/04/2003	59
--	----

Resumo

Em sentido lato, governança corporativa pode ser entendida como formas de fazer com que os *stakeholders* que não participam da gestão da firma exerçam algum tipo de controle sobre as decisões dos executivos que possam contrariar seus interesses. Há evidência que a governança é importante e tem valor tanto para os provedores de finanças como para os demais *stakeholders*. Esta dissertação trata do novo mercado de Governança Corporativa da BOVESPA. Investiga se existe variação significativa nas cotações das ações em função da adesão das companhias ao regulamento de governança corporativa da BOVESPA. Trata-se de um estudo empírico-analítico que verifica a hipótese de que os retornos das empresas que aderiram ao pregão de governança aumentam. Emprega o método “antes e depois” com grupo de controle, usando o teste não-paramétrico de Wilcoxon para a comparação dos retornos. Analisa duas situações para verificar o efeito, num período equivalente a 30 pregões em torno do evento, do anúncio da adesão sobre as decisões dos investidores e o efeito da adesão sobre o desempenho dessas empresas, ao longo do tempo. Conclui que não há suporte para a hipótese de que a adesão altere os retornos das empresas listadas nos primeiros 30 pregões posteriores ao anúncio nem nos primeiros 30 pregões após ter sido decorrido um prazo aproximado de 21 meses.

Abstract

Broadly, corporate governance can be understood as the ways in which stakeholders that do not participate in the management exert some kind of control over the managers' decisions that may adversely affect their interests. There is evidence that governance has importance and value for the suppliers of finance, as well as for the other stakeholders. This dissertation deals with the new BOVESPA corporate governance market. It investigates if there are significant changes in the stock prices due to the adoption of the BOVESPA's corporate governance rules. It is an empirical-analytical study that aims to verify the hypothesis that returns for the firms listed as having governance practices increase. It employs the "before" and "after" method with a control group, applying the nonparametric Wilcoxon test to compare the returns. It analyses two situations to verify the effect, in a 30 transaction days around the event, of the announcing of the adoption over the investor's decisions and the effect of the adoption over the performance of these companies through time. It concludes that there is not support for the hypothesis that the adoption changes the returns of the listed companies, neither around the first 30 trading days nor the in the 30 trading days after a 21 months period.

1. Definição do Problema

1.1. Introdução

Com o surgimento das grandes organizações, a separação entre propriedade e gestão demonstrou ser uma prática vantajosa, resultando em formas organizacionais que possibilitavam a alocação mais eficiente dos recursos de investidores e credores não envolvidos com a sua administração. A necessidade de recursos adicionais aos dos proprietários para a consecução dos empreendimentos levou historicamente à busca de meios de financiamento alternativos ao investimento próprio, como, por exemplo, a abertura de capital. Tal separação, todavia, suscita o problema de interesses conflitantes entre os proprietários, que assumem os riscos do empreendimento, e os executivos, profissionais especializados, que recebem incentivos para tomar decisões que visem os interesses dos proprietários. A abertura do capital possibilita o acesso permanente ao mercado de capitais, situação em que a empresa admite novos sócios por intermédio do lançamento de valores mobiliários, e representa uma forma alternativa ao investimento dos proprietários e aos financiamentos bancários. Dessa forma, as empresas encontraram no mercado acionário uma fonte de recursos não exigíveis para financiar seus projetos de investimento.

Uma das características que as empresas de capital aberto apresentam no Reino Unido e nos Estados Unidos é a pulverização da propriedade por um número muito grande de pequenos investidores. Em muitos outros países, há uma concentração da propriedade em grandes investidores ou blocos de controle, o que abre a possibilidade de que os controladores tomem arbitrariamente decisões que os beneficiem em detrimento dos minoritários¹. Ao mesmo tempo em que os executivos podem tomar decisões em benefício próprio, divergentes do objetivo de assegurar o devido retorno aos investidores, também podem tomar decisões que afetem de forma

¹ SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 739) definem uma das abordagens de governança corporativa como “conceder aos investidores [minoritários] poder, por meio de proteção legal, contra a expropriação pelos executivos”.

significativa os interesses de outros afetados pela existência da firma, como empregados, fornecedores, consumidores, credores e comunidades.

To many people the economists' and legal scholars' sole focus on shareholder value appears incongruous. Managerial decisions do impact investors, but they also exert externalities on a number of "natural stakeholders" who have an innate relationship with the firm: employees, customers, suppliers, communities where the firm's plants are located, potential pollutees, and so forth. There is no denying that such externalities may be substantial; for example, the closure of a plant by a major employer in a depressed area has dramatic consequences for its workers and for the local economy. Why should institution design ignore the natural stakeholders, and favor the investors, who are "stakeholders by design", by giving them full control rights and by aligning managerial compensation with their interests? (TIROLE, 2001, p. 3)

Diante da possibilidade da existência de conflitos de interesses entre executivos, proprietários, credores e demais *stakeholders*, ou entre acionistas majoritários ou blocos de controle – que podem também integrar as diretorias – e minoritários, tem-se procurado formas legais, regulamentares, estatutárias, organizacionais, etc., que se constituam em meios eficazes de assegurar os direitos dos diversos afetados pela existência da firma e que resultem em vantagens que superem seus inconvenientes. Tais arranjos quase sempre implicam a limitação das prerrogativas de executivos no sentido de reduzir as possibilidades de expropriarem os resultados destinados aos provedores das finanças e os impactos adversos sobre os demais *stakeholders*.

A questão da governança corporativa tem sido associada, tanto pelas abordagens teóricas como pela prática organizacional, com as diversas formas de controle sobre a ação dos executivos e outros mecanismos de incentivo à ação convergente com os interesses dos *stakeholders*. Tais mecanismos referem-se, entre outros, às formas de remuneração e incentivo aos executivos, aos códigos de boas práticas de governança corporativa, às imposições de natureza legal ou regulamentar e às estruturas internas de controle tais como os conselhos de administração e fiscal.

Formas de submissão das decisões dos controladores aos interesses de todos os proprietários, credores e demais *stakeholders* podem se originar tanto externamente à organização, por meio das disposições legais e regulamentares, como é o caso, respectivamente, da lei das sociedades anônimas, da lei de falências, do

Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e das regras de boas práticas de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo² (BOVESPA), ou internamente, por intermédio da atuação dos conselhos e da elaboração de estatutos e códigos internos.

Dentre os diferentes mecanismos de controle do poder discricionário dos executivos, este estudo examina práticas de governança corporativa pela BOVESPA, um conjunto de normas de conduta para empresas abertas, administradores e controladores, relacionado à proteção dos direitos dos acionistas não-controladores.

Uma das questões essenciais para os propósitos deste estudo é a amplitude com que se pode abordar o conceito de governança corporativa, desde uma perspectiva mais estrita, em que governança pode ser entendida sinteticamente como proteção aos acionistas, até uma abordagem mais aberta, em que a governança pode ser vista como proteção a uma gama maior de afetados pela existência da firma: os chamados *stakeholders*. Para elucidar as duas perspectivas é necessário que se considere a questão da natureza e dos propósitos da firma. A seção 2.2 traça um painel das principais abordagens de governança corporativa suportada pelas considerações sobre a natureza e os objetivos da firma constantes da seção 2.1. As seções 2.3 e 2.4 centram o foco deste trabalho nos aspectos relacionados aos provedores das finanças e examinam os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão e pela divisão entre controladores e minoritários. A seção 2.5 trata do controle institucional sobre os executivos e empreendedores como forma indispensável de proteção, sobretudo, aos minoritários. A seguir, as seções 2.6 e 2.7 consideram as experiências da Itália e da Alemanha, similares à experiência brasileira, que serviram como inspiração, especialmente no caso do *Neuer Markt* alemão, ao desenvolvimento do pregão de governança corporativa do BOVESPA.

² As Bolsas de Valores são associações civis, sem fins lucrativos e com funções de interesse público. Atuando como delegadas do poder público, têm ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade. Além de seu papel básico de oferecer mercado para cotação dos títulos nelas registrados, orientar e fiscalizar os serviços prestados por seus membros, facilitar a divulgação constante de informações sobre as empresas e sobre os negócios que se realizam sob seu controle, as bolsas de valores propiciam liquidez às aplicações de curto e longo prazos, por intermédio de um mercado contínuo, representado por pregões diários.

Nos capítulos seguintes são demonstrados os testes quantitativos efetuados e suas principais conclusões e limitações. Também é importante ressaltar que, embora relevantes ao tema, diversos aspectos relativos a governança corporativa não são objeto deste estudo, como é o caso do estudo das estruturas internas de governança constituídas pelos conselhos, do papel de grandes investidores, da estrutura de capital, da tomada hostil de controle, da nova legislação brasileira de falências (como forma de proteção aos credores) e das políticas de remuneração e incentivos a executivos, entre tantos outros.

1.2. Objetivo da pesquisa

Este estudo tem como objetivo contribuir para a análise do ambiente institucional brasileiro que disciplina a ação dos executivos das empresas de capital aberto, ou seja, aquelas constituídas sob a forma jurídica de uma sociedade anônima que, mediante registro apropriado junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM³, estão autorizadas a ter valores mobiliários⁴ de sua emissão negociados no mercado. Nesse contexto, trata de dois aspectos externos às organizações primordiais para limitar o poder discricionário dos executivos: a legislação das sociedades anônimas, naturalmente de caráter compulsório, e as regras de governança corporativa da BOVESPA, de adesão voluntária. No primeiro caso traça-se um painel da evolução da legislação brasileira desde os seus primórdios até os dias de hoje, enfatizando o que diz respeito à governança corporativa; no segundo caso, que se constitui no

³ A CVM é uma autarquia especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover o mercado de valores mobiliários. Criada pela Lei 6.385, de 07/12/76, exerce atividade de fiscalização e normatização do mercado de valores mobiliários, de modo a assegurar o exercício de práticas eqüitativas e coibir qualquer tipo de irregularidade. Ao mesmo tempo, desenvolve estudos e pesquisas, dos quais obtém elementos necessários à definição de políticas e iniciativas capazes de promover o desenvolvimento do mercado. No exercício de suas atribuições, a CVM pode examinar registros contábeis, livros e documentos de pessoas ou empresas sujeitas à sua fiscalização, intimá-las a prestar declarações ou esclarecimentos, sob pena de multa; requisitar informações de órgãos públicos, outras autarquias e empresas públicas; determinar às companhias abertas a republicação de demonstrações financeiras e dados diversos; apurar infração mediante inquéritos administrativos e aplicar penalidade.

⁴ Constituem valores mobiliários, além das ações, as debêntures, os bônus de subscrição, as partes beneficiárias e as notas promissórias (*commercial papers*) destinados à captação de recursos. Em razão do desuso e das possibilidades de fraudes, a Lei 10.303 veda às companhias abertas a emissão de partes beneficiárias. Neste estudo trata-se das ações, por serem os valores mobiliários clássicos, representativas de fração do capital social, com dados de negociação em bolsa disponíveis e confiáveis.

objetivo específico e central da pesquisa empírica, investiga-se se a adoção de práticas de governança corporativa como instrumento de controle das sociedades por ações, de acordo com as regras da Bolsa de Valores de São Paulo, aumenta o valor atribuído pelos investidores à empresa.

Como objetivos subsidiários propõe-se ainda a tratar de alguns fatores que intervêm na determinação do valor atribuído às práticas de governança pelas empresas, tais como: o nível de regulamentação do mercado bursátil, a cultura do empresariado em relação à abertura de capital, a volatilidade das regras do mercado de valores mobiliários, a intensidade de interferência governamental, o grau de concentração do capital e o porte da empresa, entre outros, buscando uma melhor compreensão de seus efeitos.

1.3. Situação-problema

O valor das ações de uma companhia resulta dos direitos, que conferem aos seus proprietários, de participação nos lucros e no seu acervo líquido, enquanto que o valor de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher os seus administradores e definir suas políticas (Exposição Justificativa dos Autores [da Lei 6.404] encaminhada juntamente com o Projeto de Lei ao Congresso Nacional, in LAMY FILHO; BULÕES PEDREIRA. p. 247, *apud* OLIVEIRA, 2002. p. 18). Assim, o poder de controle, advindo das ações que o asseguram, não deveria representar valor porque não acarreta, em princípio, violação aos direitos dos minoritários. Todavia, observa-se que as economias de mercado, em geral, atribuem valor econômico ao controle da companhia, uma vez que, na prática corporativa, o poder de controle pode resultar em decisões que implicam a diminuição da riqueza dos proprietários não-controladores. De acordo com CARVALHO (2003), mudanças nos padrões de governança corporativa são difíceis de serem implementadas por meio da mudança da legislação porque um aumento nos direitos dos minoritários acarreta uma redução no valor do controle das empresas, o que se choca contra o interesse dos principais grupos econômicos.

Dispositivos tanto internos à companhia, como os códigos de boas práticas e a ação de fiscalização dos conselhos, como externos, a exemplo da legislação societária, dos poderes de fiscalização da CVM e das regras de boas práticas de governança da BOVESPA, que limitem o poder discricionário dos controladores sobre os minoritários, funcionam como garantia de respeito aos seus direitos e, portanto, hipoteticamente, devem aumentar o valor atribuído à companhia pelos investidores.

Este estudo tem o objetivo de verificar se **existem variações significativas na cotação das ações negociadas, especificamente, em função da adesão das companhias ao regulamento de governança corporativa da BOVESPA**, indicando se há suporte para a hipótese de que o mercado brasileiro atribui valor econômico à governança corporativa.

1.4. Justificativa do estudo

Alguns estudos sobre o desempenho das empresas quanto às suas práticas de governança corporativa tratam do papel dos conselhos de administração. Em geral investigam o valor da empresa em relação às variáveis: atribuições do conselho, composição, número e origem dos conselheiros (internos, externos, independentes, etc.), entre outras, como substitutas, para quantificar, de forma indireta, a eficácia da isenção dos membros do conselho no seu papel de monitoramento das decisões do principal executivo e garantidor do desempenho da organização. A escolha da maioria das variáveis desse tipo constitui uma aproximação das motivações que orientam as decisões dos membros dos conselhos, que é, de fato, o fator determinante da eficácia do controle que exercem sobre os executivos. Outros estudos, entretanto, tratam das variáveis associadas ao valor da empresa, em geral derivadas das demonstrações contábeis que, na tradição latina, ao contrário da anglo-saxã, estão sujeitas a princípios que se prestam primordialmente a atender ao fisco e que se voltam apenas secundariamente aos interesses dos credores, privilegiando a forma sobre a essência, isto é, visam primordialmente a conformidade com a lei (MARTINS; CARVALHO; SZTAJN, 2002), além de não estarem livres de

procedimentos fraudulentos⁵. Assim, os estudos dessa natureza, estão condicionados, desde a origem, a uma limitação da objetividade de suas conclusões. Por outro lado, a maioria deles permite que se identifiquem correlações, permitindo considerações sobre as relações de causalidade que possam explicar a influência das variáveis associadas à atuação do conselho sobre o desempenho corporativo.

Este estudo, como outros que tratam de fatores objetivamente observáveis, ao investigar o efeito da condição de adesão ou não-adesão aos pregões de governança corporativa da BOVESPA sobre o julgamento que os investidores fazem sobre o valor das empresas, representado pelo valor de negociação da ação, embora distante de ser considerado isento de limitações quanto à escolha das variáveis e às hipóteses assumidas, inclusive do ponto de vista da validade estatística em função da quantidade limitada de dados, se baseia em uma medida direta e global da adoção de uma série de práticas de governança corporativa e é uma tentativa de apreender os efeitos da percepção que os investidores têm do valor da empresa, o que, em última análise constitui o fator determinante das suas decisões de investimento.

A fixação do valor das ações de uma empresa admite vários critérios de avaliação. Neste estudo adota-se o **Valor de Negociação** no mercado secundário, que se constitui no valor efetivo negociado livremente entre compradores e vendedores no momento da transferência da propriedade, por apresentar vantagem sobre todos os demais. Outros critérios de fixação do valor⁶ apresentam, em geral, inconvenientes para a finalidade do estudo. São eles:

⁵ Em 2001 várias suspeitas de fraudes contábeis em grandes corporações abalaram as bolsas dos Estados Unidos com conseqüências no mundo todo, como os episódios que envolveram as empresas Worldcom, Tyco e Enron. Os problemas contábeis ocorridos demonstraram a necessidade de mudanças nas regras contábeis e de auditoria, com o objetivo de conferir maior transparência nas informações refletidas nos balanços das empresas. Como decorrência desses episódios foi regulamentada, nos Estados Unidos, em julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley que promoveu uma ampla reforma nas normas contábeis e de governança para as empresas com títulos mobiliários negociados nas bolsas de valores americanas, o que inclui as empresas brasileiras e suas subsidiárias que possuam títulos registrados na Securities and Exchange Commission – SEC. A lei intensifica as conferências internas e aumenta a responsabilidade de presidentes, advogados contratados e empresas de auditoria, estabelecendo punições mais severas, como aumento do valor das multas e pena de prisão de até 20 anos (DELOITTE TOUCHE TOHMATSU, 2003).

⁶ A legislação brasileira estabelece como base para a determinação do valor das ações, no caso de oferta pública para fechamento do capital, os seguintes critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação de ações no mercado de valores mobiliários ou outro critério aceito pela CVM (Lei

- a) Valor Patrimonial – resulta da divisão do patrimônio líquido pelo número de ações emitidas pela companhia. Pode se basear no valor patrimonial contábil, constante no balanço anual aprovado, ou no valor patrimonial real, baseado no chamado balanço de determinação, específico para uma determinada operação;
- b) Valor Nominal – obtido por meio da divisão do capital social pelo número de ações emitidas pela companhia. Cabe ao estatuto, todavia, determinar se as ações devem ter valor nominal. Seu estabelecimento visa evitar que o valor patrimonial das ações se dilua pela emissão de ações abaixo do valor nominal e serve como base para indenização dos acionistas em caso de redução do capital social;
- c) Valor Econômico – é uma estimativa do valor que a ação atingiria numa eventual negociação no mercado secundário, usualmente superior ao valor patrimonial contábil;
- d) Valor de Emissão – é o valor fixado para a emissão no mercado primário. Não há vinculação do valor de emissão com outros critérios de fixação do valor da ação, exceto no caso do estatuto fixar o valor (mínimo) nominal;
- e) Valor Justo – não é definido, deve ser calculado em cada situação específica, trata-se de um conceito legal que visa assegurar que não sejam imputadas perdas a nenhuma das partes negociadoras.

1.5. Contribuição do estudo

O tema da governança corporativa tem ocupado papel crescentemente relevante na produção acadêmica internacional nas últimas décadas. As organizações com capital disperso entre vários proprietários ou com financiamentos externos provenientes tanto de credores públicos como privados também se deparam, na prática, com situações de interesses conflitantes que envolvem, de alguma maneira, questões relacionadas a seu processo decisório e à forma de partilhar as rendas residuais. O controle que os investidores e credores podem exercer sobre os

10.303 Art. 4º. § 4º.). Cabe ressaltar que, em geral, os critérios de fluxo de caixa descontado e de comparação por múltiplos estão sujeitos a controvérsias.

executivos das firmas é determinante nas suas decisões de investimento e, portanto, afetam o valor da firma. Desse ponto de vista, justifica-se a importância do tema, que tem sido tratado tradicionalmente pelas disciplinas de economia, economia institucional, finanças e direito.

SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 737-738) preparam um *survey* sobre a situação dos sistemas de governança corporativa nas principais economias do mundo⁷ onde argumentam que:

In fact, the subject of corporate governance is of enormous practical importance. Even in advanced market economies, there is a great deal of disagreement on how good or bad the existing governance mechanisms are. For example, Easterbrook and Fischel (1991) and Romano (1993a) make a very optimistic assessment of the United States corporate governance system, whereas Jensen (1989a, 1993) believes that it is deeply flawed and that a major move from the current corporate form to much more highly leveraged organizations, similar to LBOs, is in order. [...] But the United States, Germany, Japan, and the United Kingdom have some of the best corporate governance systems in the world, and the differences between them are probably small relative to their differences from other countries. According to Barca (1995) and Pagano, Panetta, and Zingales (1995), Italian corporate governance mechanisms are so undeveloped as to substantially retard the flow of external capital to firms. In less developed countries, including some of the transition economies, corporate governance mechanisms are practically nonexistent. In Russia the weakness of corporate governance mechanisms leads to substantial diversion of assets by managers of many privatized firms, and the virtual nonexistence of external capital supply to firms (Boycko, Shleifer, and Vishny (1995)).

Evidências empíricas sugerem que a governança tem valor. No que diz respeito principalmente ao direito de voto, ainda segundo o estudo de SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 748), Levy (1982) encontra um prêmio médio pelo direito de voto de 45.5% em Israel, Rydqvist (1987) relata 6.5 % para a Suécia, Horner (1998) encontra aproximadamente 20% para a Suíça, Zingales (1994) relata um prêmio de 82% para a Bolsa de Valores de Milão. Com relação aos custos de agência, constatam, com base em Boycko, Shleifer e Vishny (1993) que, na privatização, empresas de manufatura russas foram vendidas por 1 milésimo de seu valor quando comparado com empresas ocidentais, o que não pode ser explicado apenas pelas diferenças de padrões de vida, que correspondem na Rússia a 1 décimo dos padrões

⁷ Nesse estudo, os autores se basearam em evidências empíricas dos sistemas de governança corporativa nos Estados Unidos, Japão, Alemanha, Itália, Suécia e Rússia.

ocidentais. Empresas de petróleo russas foram avaliadas em 5 centavos de dólar por barril de reservas provadas, enquanto firmas ocidentais tipicamente são avaliadas entre 4 a 5 dólares. Segundo os autores, “Um elemento importante para esse desconto de 99 por cento é seguramente a realidade da expropriação, regulação e taxaço governamentais. Deficiências de gestão são também, provavelmente, parte da história. Mas, igualmente importante parece ser a habilidade dos executivos de firmas russas desviarem tanto lucros como os ativos para si próprios”.

Em um trabalho preparado para a BOVESPA, CARVALHO (2003) analisou os efeitos da migração das empresas brasileiras para os níveis diferenciados de governança e para o Novo Mercado sobre os preços e os volumes negociados e sobre a volatilidade e liquidez e concluiu que: a migração tem efeito positivo sobre o preço, embora não precise a magnitude do ganho; há uma certa segurança de que a migração tem um efeito positivo sobre o volume negociado, embora também não possa precisar a magnitude do ganho e também conclui, com reservas, que há um aumento de liquidez após a migração e que há indicação de redução de volatilidade como resposta a fatores macroeconômicos.

Observa-se que o Índice do Governança Corporativa - IGC⁸ da BOVESPA , que passou a ser calculado a partir do estabelecimento dos níveis diferenciados de governança corporativa, teve valorização percentual sempre superior ao Índice da BOVESPA (v. GRÁF. 1 e GRÁF.2). Em 2002, por exemplo, teve um desempenho de 1,5%, enquanto o IBOVESPA apresentou variação de -17,2%; até o dia 28/4/2003, data de encerramento do período desta investigação, teve variação acumulada de 17,6%, enquanto o Ibovespa apresentou variação de -14,3%.

Existem outros inúmeros estudos, tanto no Brasil como no exterior, que examinam a influência dos sistemas de governança sobre o desempenho das empresas e dos mercados. Conclui-se que a governança é assunto relevante e que tem valor. Este estudo busca trazer uma contribuição empírica, diante da oportunidade da

⁸ O Índice de Governança Corporativa (IGC) mede o desempenho das ações listadas no Novo Mercado e nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. A metodologia do IGC leva em conta o valor de mercado das ações em circulação das respectivas empresas. Em sua ponderação, é conferido um peso diferenciado para as empresas que pertencem ao Novo Mercado (peso 2), nível 2 (peso 1,5) e nível 1 (peso 1) (González, 2003, p. 18-19).

implementação do novo mercado de governança no Brasil, para as diversas análises que buscam uma compreensão do desempenho das empresas no mercado acionário vis-à-vis às variáveis relacionadas com a governança corporativa que intervêm no seu comportamento e determinam o desempenho de suas ações.

2. Revisão da literatura

Apesar de algumas questões hoje consideradas relevantes para a governança corporativa terem sido abordadas na literatura desde o início do século XX⁹, as primeiras referências ao termo “governança corporativa” são da década de 70. Desde então, tem crescido o número de autores que se ocupam com o assunto, sobretudo a partir do início dos anos 90.

WILLIAMSON (1988) examinou a governança corporativa sob o aspecto dos custos de transação, focando nas necessidades de governança nas relações de troca. A unidade de análise de Williamson é a transação e a especificidade dos ativos é sua dimensão mais importante. Assim, a Economia dos Custos de Transação visa combinar de forma eficiente as diferentes transações e seus atributos com as estruturas de governança, com seus custos e competências. À medida que as transações deixam de ser simples, estruturas mais complexas e custosas de governança podem ser superiores às regras contra o arbítrio e fonte de valor adicionado em condições de multiplicação de riscos contratuais.

SHLEIFER e VISHNY (1997) no *survey* já mencionado sobre os diversos sistemas de governança corporativa no mundo dão atenção especial à proteção legal aos investidores e à concentração de propriedade. Estudaram os problemas de agência e os contratos de incentivos, as formas de captação de recursos externos à firma, apesar dos problemas de agência e os custos da potencial expropriação pelos grandes investidores sobre os demais investidores e *stakeholders*, frutos da propriedade concentrada. Concluíram que os investidores externos não aplicam seus recursos porque são ingênuos ou porque crêem na reputação dos executivos, mas porque têm assegurados uma série de direitos. Concluíram também que é função dos sistemas de governança assegurar tais direitos e que o sistema de governança ideal combina algum tipo de grandes investidores com proteção legal, tanto aos grandes como aos pequenos investidores.

⁹ Em 1932, Berle, A. e Means, G. publicaram o trabalho “The Modern Corporation and Private Property” abordando questões associadas ao tema da governança corporativa da forma como é entendido pela maioria das publicações mais recentes.

ZINGALES (1997) concluiu que, apenas quando algumas contingências futuras sobre variáveis contratuais são custosas ou impossíveis de redigir *ex-ante*, há espaço para governança *ex-post*. Concluiu também que o sistema de governança tem implicações no valor criado pela firma pelos efeitos de eficiência, tanto *ex-ante*, por meio do impacto nos incentivos para a realização de investimentos específicos, quanto *ex-post*, pela possibilidade de alterar as condições sob as quais as negociações acontecem. Concluiu, finalmente, que o sistema de governança também afeta o nível e a distribuição dos riscos.

BIANCO & CASAVOLA (1999) tratam da questão da governança corporativa na Itália sob a perspectiva dos problemas de agência, estudam alguns dos efeitos da concentração da propriedade sobre a estrutura financeira e sobre a eficiência das firmas, relatam resultados dos efeitos da pouca proteção aos acionistas minoritários contra o risco de expropriação pelo agente controlador e investigam como o mercado de capitais italiano funciona na presença de grupos piramidais, organizações onde firmas legalmente independentes são controladas pelo mesmo investidor (o “cabeça” do grupo) por meio de uma cadeia de relações de propriedade¹⁰. Apresentam ainda alguns resultados quanto ao relacionamento entre o desempenho das firmas e as estruturas de governança.

Embora o tema governança seja razoavelmente recente na literatura e as concepções a respeito de sua definição sejam variáveis, pode-se considerar que exista um razoável grau de consenso que está associada às formas de controle sobre o arbítrio de executivos e empreendedores para que ajam de forma convergente com os interesses de determinadas partes. A controvérsia parece residir na questão de quais são essas partes. Para ilustrar esse debate dois autores são considerados: JENSEN (2000), que introduz a discussão entre a teoria da maximização do valor e a teoria dos *stakeholders*, demonstrando sua inclinação pela primeira, sobretudo devido à multiplicidade de objetivos e às dificuldades de mensuração impostas pela teoria dos *stakeholder*; e TIROLE (2001), que confronta o conceito de valor para o *shareholder* com o conceito de *stakeholder society* para investigar se os incentivos para os

¹⁰ Os arranjos piramidais são artifícios que possibilitam que um mesmo investidor exerça, de fato, o controle sobre firmas integrantes do grupo piramidal sem possuir a proporção devida das ações que possibilitariam o seu controle em situações normais, na ausência de tais arranjos.

executivos e as estruturas de controle empregadas para assegurar a maximização do valor para os *shareholders* podem ser modificados para promover a sociedade de *stakeholder*. Mostra que a implementação da *stakeholder society* encontra três obstáculos: a carência de rendas exigíveis (*pledgeable income*), o impasse no processo de tomada de decisão e a falta de uma clara missão para os executivos. Analisa os custos e benefícios de vários métodos de proteção dos *stakeholders* não-controladores e conclui que, embora a aplicação do conceito de valor para o *shareholder* produza melhores resultados que a aplicação do conceito de *stakeholder society* com relação aos três aspectos assinalados, gera decisões enviesadas. A seção 2.1.2 examina esses dois autores do ponto de vista dos objetivos da firma.

CARVALHO (2003) estudou a importância de uma boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Considerou os mecanismos de adesão voluntária, o *Neuer Markt* alemão e o Novo Mercado e os níveis de governança da BOVESPA como uma alternativa mais factível às reformas legislativas, que sempre encontram obstáculos políticos para o aumento dos direitos dos minoritários. Testou o efeito do compromisso com melhores práticas de governança sobre os papéis das empresas e detectou que a migração tem impacto positivo relevante sobre a valoração das ações, o volume de negociação e a liquidez.

2.1. Objetivos da firma: da abordagem clássica à abordagem de governança corporativa

2.1.1. A teoria microeconômica neo-clássica tradicional e a abordagem contratual

A questão relevante na produção de bens e serviços, do ponto de vista econômico, é a forma de coordenação na alocação eficiente de recursos escassos. A teoria microeconômica neo-clássica tradicional explica a coordenação da produção por meio do mecanismo de preços. A firma é tratada como uma “caixa-preta” e o mercado se encarrega de estabelecer, por meio de preços e quantidades, o ponto de equilíbrio da produção. Em mercados competitivos a produção se eleva ou os preços se reduzem até o ponto em que o custo marginal se iguala ao preço. Uma condição

fundamental para o equilíbrio é que os agentes sejam racionais no sentido de maximização da utilidade ou da riqueza, quer se trate dos indivíduos no consumo ou das empresas na produção, e tenham todas as informações necessárias para subsidiar suas decisões. Outra condição é que o mecanismo de preços funcione sem custos. Na competição perfeita não sobra lugar para o lucro econômico. A única possibilidade para a existência do lucro é a remuneração pelo risco.

Autores da chamada visão contratual inaugurada por Coase, como Jensen, Meckling e Fama (JENSEN e MECKLING (1976) e FAMA e JENSEN (1983a,b)), seguidos por Demsetz, Lehn e Williamson (DEMSETZ (1983), DEMSETZ e LEHN (1985) e WILLIAMSON (1983, 1988)) entre outros, entendem que a questão da separação entre propriedade e controle é essencial para o entendimento da natureza da firma e criticam a teoria micro neo-clássica tradicional, entre outras razões, porque não provê instrumentos para a explicação da organização interna da firma, não considera os diversos conflitos de interesse e não explica os limites da firma. COASE (1937) estabeleceu as bases para o desenvolvimento da teoria da coordenação contratual e tratou, de forma pioneira, a questão da natureza da firma. Coase, na busca para uma melhor definição da firma, considera a descrição de sistema econômico de Arthur Salter

“O sistema econômico normal trabalha por si mesmo. Sua operação concreta não está sujeita a um controle central, não necessita de supervisão central. Sobre o conjunto total das atividades e necessidades humanas, a oferta se ajusta à demanda e a produção ao consumo, por meio de um processo que é automático, elástico e ativo”,

embora a veja como uma visão muito incompleta do sistema econômico. Para ele a principal razão porque é lucrativo se estabelecer a firma parece ser devida à existência de custos para a utilização dos mecanismos de preços. Assim, a firma passa a ser um “nexo de contratos” e sua existência é explicada pela minimização dos custos de transação. Toda vez que os custos de transacionar no mercado superarem os custos de coordenação interna, o gestor tem a alternativa de coordenar a produção por relações contratuais internas à firma ao invés de transacionar no mercado, até o ponto em que os custos de organizar uma transação extra, interna à firma, se

igualarem aos custos envolvidos na realização dessa transação no mercado ou aos custos de organização por outro coordenador.

Segundo ZINGALES (1997, p.2-3), a palavra “governança” está relacionada ao exercício de autoridade, direção e controle e a microeconomia neo-clássica tradicional descreve bem apenas um conjunto de transações como a compra de uma *commodity*, por exemplo, onde existem muitos produtores da mesma mercadoria e muitos potenciais compradores, contexto no qual a mão invisível de Adam Smith assegura que os bens são fornecidos eficientemente sem a necessidade de qualquer forma de autoridade. Assim, existem problemas de governança porque muitas transações são feitas de forma específica, onde um comprador entra em contato com um fornecedor e negociam as especificações e o preço final do produto. Essas negociações resultam em relações que não são instantâneas. Durante sua vigência compradores e vendedores encontram-se presos por compromissos contratuais sob condições que variam ao longo do tempo e que afetam a disposição de ambas as partes em cumpri-los. Uma máquina específica, por exemplo, pode ter um valor maior para o comprador que para o mercado. Por outro lado o produtor contratado pode ter um custo de produção menor que o previsto. A diferença entre o que as duas partes conseguem juntas e o que poderiam obter no mercado representa uma *quasi-renda* que precisa ser dividida *ex-post*. Semelhantemente à Williamson, o autor define um “*sistema de governança* como um conjunto complexo de restrições que modela a negociação *ex-post* sobre as *quase-rendas* geradas no curso de uma relação contratual”. Essa concepção de governança é bastante genérica e pode ser aplicada tanto a transações contratuais, como a organizações de qualquer natureza. Num sentido mais estrito, a governança corporativa trata da governança de uma forma específica de organização econômica, a corporação.

Segundo ZINGALES (1997), existem duas definições fundamentais de firma disponíveis na literatura: a primeira, introduzida por ALCHIAN e DEMSETZ (1972), é que a firma é um nexos de contratos e a segunda, atribuída a GROSSMAN e HART (1986) e HART e MOORE (1990), é que a firma é uma coleção de ativos físicos de propriedade compartilhada, portanto não há especificidade na governança corporativa, que é simplesmente uma versão mais complexa da governança

contratual; na segunda, a questão da propriedade é relevante porque confere o direito de tomada de decisão em todas as contingências não previstas no contrato inicial, por outro lado, tem a desvantagem de não considerar relevante para o entendimento da firma quaisquer outros *stakeholders* além do proprietário dos ativos físicos.

RAJAN e ZINGALES (1997, 1998) propuseram uma definição mais abrangente, definindo a firma como “um nexos de investimentos específicos: uma combinação de investimentos e pessoal mutuamente especializados”, que reconhece que a firma é uma estrutura complexa que não pode ser instantaneamente replicada pelo mercado. Diferentemente da visão de direitos de propriedade, esta definição reconhece que todas as partes que são mutuamente especializadas pertencem à firma, sejam trabalhadores, fornecedores ou consumidores (ZINGALES, 1997, p.5).

2.1.2. Objetivos da firma: maximização de valor para os acionistas ou satisfação dos *stakeholders* ?

O aprimoramento do controle do poder discricionário dos executivos é assunto especialmente relevante para os provedores de finanças e objeto de inúmeras iniciativas de grandes investidores, de organismos reguladores do mercado de capitais, de instituições oficiais e bancos de investimento. Subjacente a essas abordagens encontra-se o conceito de que o propósito dos executivos é maximizar a riqueza dos *shareholders* no longo prazo. Questões como a preservação ambiental, a necessidade de observação de direitos empregatícios e de aspectos sociais, entre outras, indicam a necessidade de uma reanálise dos propósitos da firma. Estudos mais recentes abordam a obrigação que os executivos devem ter de dar retorno a um público muito mais amplo de interessados na existência da firma, os chamados *stakeholders*, categoria que inclui os acionistas e credores, mas que também é constituída por empregados, fornecedores, consumidores e comunidades, entre outros. Existem controvérsias entre as duas tendências, mas a questão fundamental da prevalência prática da visão do valor para os *shareholders* sobre a da consideração de todos os *stakeholders* parece girar em torno da dificuldade de se definir, mensurar e assegurar o cumprimento, de forma objetiva, dos direitos de empregados, consumidores, comunidades, etc.

SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 739) reconhecem que a consideração das necessidades dos *stakeholders* integra os propósitos da firma: “Despite its common use, concentrated ownership has its costs as well, which can be best described as potential expropriation by large investors of other investors and stakeholders in the firm” e tratam, em seu *survey*, do que chamam de *duty of loyalty to shareholders*:

In many countries, shareholder voting rights are supplemented by an affirmative duty of loyalty of the managers to shareholders. Loosely speaking, managers have a duty to act in shareholder’s interest. Although the appropriateness of this duty is often challenged by those who believe that managers also ought to have a duty of loyalty to employees, communities, creditors, the state, and so on (...), the courts in Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) countries have generally accepted the idea of managers’ duty of loyalty to shareholders (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p. 751).

Com relação aos deveres dos executivos, ZINGALES (1997), examinando a questão sobre quem deveria controlar a firma, entende que os provedores de finanças temem que seus recursos sejam aplicados em projetos especializados com receio de perdas na sua parcela sobre os retornos. Propõe como solução ótima que, mesmo retendo o direito residual de controle sobre os ativos, os provedores de fundos deleguem o direito de especializar os ativos para uma terceira parte, que não internaliza a perda de oportunidade gerada por essa especialização e esta terceira parte não deveria ser apenas um mero agente, que tem o dever de obediência ao principal, mas deveria ser independente para agir no interesse da firma, e não apenas no interesse dos acionistas.

JENSEN (2000) estabelece um diálogo entre duas teorias: a teoria da maximização do valor e a teoria dos *stakeholders*, o que oferece uma visão comparativa de seus aspectos distintivos. Reconhece muitas controvérsias à declaração de sua proposição: “Nesta casa [Harvard Business School] se acredita que os esforços de mudança deveriam ser orientados pelo único propósito de aumentar o valor para os acionistas”, e argumenta que as forças políticas, econômicas, sociais, evolucionárias e emocionais desempenham um papel importante nessa discordância, assim como a ignorância, complexidade e conflitos de interesse. Segundo o autor, deve-se mensurar o que é melhor ou pior, quanto ao desempenho organizacional, na busca por objetivos. No que se refere aos aspectos econômicos mais amplos a

questão relevante é que se deve ter um único critério de decisão a respeito do que seja bom ou ruim, e esse critério é o aumento do valor de mercado da firma no longo prazo. Essa argumentação se opõe ao que o autor chama teoria de *stakeholder*, incompleta como especificação para a função objetivo da organização e que serve a interesses privados de executivos e diretores de organizações. Segundo ele, sua origem está na sociologia, no comportamento organizacional, na política de interesses especiais e nos interesses próprios dos administradores.

É interessante precisar o que JENSEN (2000) considera a definição de maximização de valor e teoria de *stakeholder*. Recorre a FREEMAN (1984, p.53) para definir *stakeholder* como qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos propósitos de uma organização e define a teoria do *stakeholder* como aquela que diz que os executivos deveriam tomar decisões levando em consideração os interesses de todos esses grupos ou indivíduos, o que inclui não apenas os financiadores, mas também empregados, clientes, comunidades e agentes governamentais, e sob certos aspectos os ambientalistas, terroristas, chantagistas e ladrões. A teoria da maximização do valor, por outro lado, considera que os executivos devem tomar suas decisões no sentido de aumentar o valor de mercado da firma no longo prazo.

JENSEN (2000) considera duas questões como fundamentais: a primeira se refere à quantidade de objetivos da firma e a segunda à natureza desses objetivos. Para Jensen a teoria dos *stakeholders* viola a primeira questão porque propõe objetivos múltiplos, o que deixaria a firma em desvantagem em relação aos demais competidores além de politizar a corporação. Nessa situação os executivos teriam poder de decidir de acordo com suas próprias preferências. Se pergunta por que razão então os executivos teriam especificamente nesse caso poder discricionário? A dificuldade de mensuração também pode ser significativamente elevada, implicando a necessidade de objetivos singulares.

Para JENSEN (2000, p. 4), a questão do *tradeoff* entre lucro e participação no mercado, por exemplo, possibilita ver a questão por outro ângulo: a redução dos lucros pelo aumento dos gastos com P&D, propaganda, etc., onde a busca da satisfação de outros interesses afeta adversamente os interesses dos acionistas.

JENSEN (2000) argumenta que múltiplos objetivos equivalem à falta de objetivos e deixam o gestor sem um critério razoável de decisão. Sugere uma função de múltiplas variáveis $V = f(x,y,...)$ que pudesse incorporar os efeitos de decisão sobre os fatores que afetam positiva e negativamente a firma, mas a considera de difícil resolução. Desloca o foco para a questão do que é bom e do que é ruim e estabelece a finalidade dessa função como sendo a “procura de valor” ao invés de “maximização de valor”.

Do ponto de vista do bem estar social, a questão real, para JENSEN (2000), é qual comportamento da firma resulta no menor gasto dos recursos limitados da sociedade, mas a questão talvez também devesse ser considerada em termos do retorno para a sociedade e não apenas da maximização de valor para os acionistas. Esses direitos de propriedade sobre os bens sociais, como tratados por COASE (1960) em “O problema dos custos sociais”, asseguram à sociedade direitos pelo uso de seus recursos, o que amplia a questão para além da minimização do custo. Na abordagem da Teoria de *stakeholder*, o autor trata a resolução do *tradeoff* da mesma perspectiva que usou para maximização (ou procura) de valor. Apesar de negar a teoria de *stakeholder*, se pergunta por que os executivos a abraçam, e conclui que se trata de propensão à mordomia e ao poder discricionário para realizarem tudo que desejam.

Ao deixar a finalidade da firma sob controle exclusivo dos interesses de executivos e proprietários, o autor parece ignorar o ambiente legal e os demais mecanismos de controle que regulam as relações da firma com suas diversas partes interessadas. Centrar a questão no *tradeoff* entre fatores conflitantes não parece resolver a questão, mas apenas ignorar os demais *stakeholders*.

Do confronto das duas teorias extremas, JENSEN (2000) emerge com o que chama de “Teoria Suavizada da Maximização de Valor e Teoria Suavizada de *Stakeholder*” e sugere haver um meio termo: “A Teoria Suavizada da Maximização reconhece que a comunicação e a motivação para executivos, empregados e parceiros é extremamente difícil. O que significa, na prática, que se dissermos a todos os participantes em uma organização que seu único propósito é maximizar valor, não teremos o máximo valor para a organização”. Conclui que os teóricos da Teoria de

Stakeholder Suavizada podem ver que, apesar dos acionistas não serem um tipo especial de parte envolvida, superior às outras, o valor das ações no longo prazo é um determinante importante do valor da firma, além de, por constituir um instrumento objetivo de aferição, limitar o poder discricionário dos executivos e de possibilitar que sejam responsabilizados por suas decisões.

Da perspectiva de TIROLE (2001, p.3-4), a ênfase que os economistas e acadêmicos têm dado à proteção dos *shareholders* parece incongruente diante do fato de que a ação dos executivos pode também contrariar os interesses de outros públicos, como empregados, consumidores e comunidades. Tais economistas assumem implicitamente que empregados, consumidores, comunidades e outros *stakeholders* naturais já são protegidos por leis ou contratos poderosos que obrigam os controladores a internalizar perfeitamente seu bem-estar, enquanto a proteção natural dos investidores em situações de controle pelos *stakeholders* naturais é muito menos eficaz e, portanto, são os investidores que devem receber os direitos de controle. Para os economistas e acadêmicos tradicionais, os defensores da *stakeholder society* são vistos como sonhadores sem contato com a realidade, embora muitos desses economistas e acadêmicos, mesmo diante da carência de uma análise econômica mais formal, já advogam a mudança da abordagem tradicional de valor para o *shareholder*, visão muito estreita para a análise econômica da governança corporativa, para um conceito mais amplo (e vago) de *stakeholder society*, no qual os interesses dos não-investidores são mais bem representados. Segundo o autor, a popularidade do conceito de valor para o *shareholder* é muito maior nos países anglo-saxões do que em outras economias desenvolvidas e, de maneira geral, percebe-se que em países como Alemanha, Japão e França as corporações deveriam visar a promoção do crescimento, a longevidade e uma relação de segurança no emprego, passando a rentabilidade a ser mais um instrumento do que uma meta definitiva.

TIROLE (2001) analisa os diversos aspectos relevantes para os sistemas de governança do ponto de vista da teoria tradicional da maximização de valor para os *shareholders*: fórmulas de compensação monetária e estabilidade no emprego como incentivo para os executivos; monitoramento ativo ou prospectivo dos conselhos,

fundos de pensão, fundos mútuos e dos grandes investidores como elemento das estruturas de controle que visa afetar o valor dos ativos mobilizados; monitoramento retrospectivo, passivo ou especulativo, que visa apenas monitorar informação sobre o desempenho da firma ao longo do tempo. Analisa também sob quais condições são atrativas e vantajosas as diferentes formas de financiamento e discute a questão da alocação dos direitos de controle.

O autor, entretanto, provê uma contribuição específica quando trata da *stakeholder society*, apontando

various externalities imposed by profit maximizing choices on other stakeholders: on the welfare of management and workers who have invested their human capital as well as off-work related capital (housing, spouse employment, schools, social relations, etc.) in the employment relationship; on suppliers and customers who also have sunk investments in the relationship and foregone alternative opportunities; on communities who suffer the closure of a plant; and so forth. The firm's social responsibility is sometimes viewed even more broadly to include the protection of stakeholders who do not have a contractual relationship with the firm; namely, the firm should refrain from bribing officials in less developed countries even if the probability of being caught is small, or from polluting when pollution taxes or permits are not yet put in place TIROLE (2001, p.23).

Para a análise da aplicação dos elementos de governança tradicionais a este novo panorama, TIROLE (2001) define *stakeholder society* como uma visão gerencial mais abrangente e simultaneamente como uma forma de compartilhar o direito de controle com os *stakeholders*, uma vez que seria pouco provável que qualquer gestor sacrificasse o lucro em benefício de algum *stakeholder* sob condições em que uma tomada de controle hostil pudesse substituí-lo. Os incentivos, nesse contexto, seriam concedidos para recompensar os executivos com base em alguma medida de bem-estar agregado dos *stakeholders*, incluindo os investidores. Duas questões derivam do problema dos incentivos: a primeira está relacionada à disponibilidade de alguma medida de bem-estar agregado dos *stakeholders*, e a segunda diz respeito aos múltiplos objetivos e a o que os executivos devem maximizar em sistemas puros de incentivos explícitos. Analogamente a JENSEN (2000), e nisso ambos parecem concordar, TIROLE (2001) considera que a ausência de foco numa tarefa específica é custosa e que múltiplos objetivos podem acarretar missões difusas, o que pode reduzir os incentivos dos executivos, uma vez que o

mercado não consegue identificar quais objetivos estão sendo perseguidos. É natural que essa discussão levasse à consideração dos governos como organizações da *stakeholder society* por excelência, afinal são voltados para equilibrar o bem-estar de muitos grupos de interesse diferentes. É sabido, entretanto, que incentivos apropriados para burocratas e políticos são difíceis de conceber.

TIROLE (2001) discute ainda os custos e benefícios do compartilhamento do controle e os aspectos relacionados à proteção dos *stakeholders* não-controladores em circunstâncias de controle único. Algumas considerações emergem dessa discussão: a questão com o controle por parte dos empregados ou consumidores é que é difícil proteger os investidores por intermédio de contratos; os dividendos pagos para os *shareholders* são claramente visíveis, enquanto os dividendos pagos aos *stakeholders* naturais podem não ser: os empregados, por exemplo, podem desejar amplas prerrogativas. A falta parcial de controle sobre dividendos em espécie afeta severamente a eficácia das estruturas de governança nas quais os investidores não são representados. Analogamente, o controle pelos *shareholders* implica decisões mais adequadas, embora enviesadas, do que o controle exercido de forma compartilhada entre *shareholders* e outros *stakeholders*.

Em circunstâncias de controle único, TIROLE (2001) identifica duas maneiras de criação de proteção contratual para os *stakeholders* não-controladores: a primeira é circunscrever o conjunto de ações disponíveis para o controlador pelo controle das ações com maior propensão a envolver externalidades significativas sobre outros *stakeholders*, a segunda é tornar os direitos dos não-controladores tão insensíveis quanto possível às decisões tendenciosas. Os contratos de dívida, dessa forma, devem ser redigidos basicamente de modo a limitar a exposição dos credores e as opções de mudança de emprego pelos empregados, por exemplo, devem ser facilitadas pelas políticas de treinamento e concessão de planos de aposentadoria da firma.

Em síntese, a argumentação de TIROLE (2001), ainda que se ressinta da falta de debate científico acerca das alternativas ao conceito de valor para os *shareholders*, sugere que as instituições de proteção de direitos e as estruturas de governança

aplicadas classicamente sejam empregadas em favor da promoção da *stakeholder society*.

Num ambiente regulado e com consumidores sensíveis a questões éticas, ambientais, sociais, etc., a consideração das necessidades de atender a um número mais amplo de *stakeholders* não pode ser ignorada. As instituições de defesa de consumidores, as legislações trabalhistas, os incentivos para a atuação socialmente responsável das firmas, entre outros mecanismos de promoção do bem-estar social, enfatizam a relevância de propósitos não exclusivamente relacionados à geração de excedentes para os acionistas e induz à ação gerencial focada em múltiplos objetivos. Esta questão não deixa de se aplicar a qualquer “ficção legal que serve como um foco para processos complexos nos quais os objetivos conflitantes dos indivíduos ... são postos em equilíbrio num contexto de relações contratuais”, o que JENSEN e MECKLING (1976, p.312) definem como firma. Tanto JENSEN (2000), como TIROLE (2001) parecem mais concordar que discordar em uma série de aspectos relacionados às estruturas de governança, especialmente na questão fundamental que diz respeito à dificuldade de estabelecimento de objetivos precisos e mensuráveis para o monitoramento do desempenho da firma voltada para categorias amplas de *stakeholders*.

2.2. As diversas abordagens conceituais de governança corporativa

Mecanismos de governança, entendidos como as formas de fazer com que os *stakeholders* que não participam da gestão tenham garantidos seus direitos, podem ser meios eficazes de resolução de conflitos contratuais *ex-post*. Na ausência de mecanismos de controle, o risco da existência de uma estrutura de governança onde os interesses dos executivos não estejam alinhados com os dos diversos *stakeholders* pode resultar em baixo desempenho da firma. As formas de governança são muitas e sua conceituação não é menos numerosa, dependendo do autor que se considere.

WILLIAMSON (1996) argumenta que a firma não é só um sistema de contratos, mas uma forma de governança, ou seja, um nexo de contratos com mecanismos de controle e resolução de conflitos e disputas. A governança pode se

dar por intermédio de regulamentações do mercado, a chamada governança externa, ou internamente à firma, por meio das relações empregatícias, a chamada governança hierárquica, ou ainda de forma híbrida, que reúne características tanto da governança de mercado como da governança hierárquica.

Comparando as formas de financiamento de projetos por meio da contratação de dívida e da venda de participação, a Economia dos Custos de Transação de Williamson sustenta que alguns projetos com especificidade dos ativos físicos baixa ou moderada são fáceis de financiar por meio de dívida. À medida que a especificidade aumenta, os direitos de preempção dos credores têm pouca proteção, aumentando os custos do financiamento por endividamento e os benefícios da supervisão. Assim, sob determinadas condições, em transações que envolvem ativos muito específicos, as formas de governança corporativa mais complexas e custosas¹¹ geram valor adicionado. A conclusão é que o financiamento por meio de venda de participação, que proporciona uma supervisão mais intrusiva e um envolvimento maior por meio do conselho (e da concentração da propriedade em empresas negociadas publicamente), é o instrumento financeiro preferencial para projetos em que a especificidade dos ativos é grande (WILLIAMSON, 1988, p. 193).

Autores como SHLEIFER e VISHNY (1997), que têm a perspectiva de agência, e que entendem governança como a separação entre propriedade e controle, verificaram que as forças de mercado sozinhas não são suficientes para resolver a questão. A competição pode reduzir os retornos sobre o capital e, portanto, diminuir o montante que os executivos podem expropriar, mas não evita a expropriação do retorno competitivo após a inversão do capital. O ambiente institucional também exerce influência significativa no valor da firma dada a sua menor ou maior capacidade de regular e resolver conflitos. Para SHLEIFER e VISHNY (1997, p.737)

Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they

¹¹ Em contraposição às formas de governança mais complexas, Williamson considera simples as estruturas de governança geralmente baseadas em regulamentos e estatutos legais, que são mais eficientes para reger as transações envolvendo débitos.

supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?

At first glance, it is not entirely obvious why the suppliers of capital get anything back. After all, they part with their money, and have little to contribute to the enterprise afterward.

Para esses autores os financiadores externos, apesar de tantos problemas, não investem por causa da reputação dos executivos ou porque são ingênuos ou incautos, mas sim porque recebem em troca direito de controle. Se os executivos violam tais direitos, os financiadores têm o direito de apelar para os tribunais para assegurar seus direitos. Muitas das diferenças nos sistemas de governança corporativa em diversos países derivam das diferenças das obrigações legais que os executivos assumem com os financiadores, tanto quanto das diferentes formas com que os tribunais interpretam e asseguram o cumprimento dessas obrigações.

ZINGALES (1997) associa governança corporativa às questões relativas à tomada de controle, reestruturação financeira e à atividade de investidores institucionais e estabelece uma conexão, que considera essencial, entre governança corporativa e teoria da firma. Adota a abordagem de contratos incompletos para governança corporativa. Num mundo onde todas as contingências observáveis no futuro podem ser contratadas *ex-ante* sem custos ou onde não há relações específicas entre compradores e produtores, não haveria espaço para a governança. Contrariamente, num mundo de contratos incompletos, há uma distinção clara entre decisões *ex-ante*, quando são feitos os contratos e os investimentos em ativos específicos, e *ex-post*, quando são divididas as *quasi-rendas*, e há portanto, também, condições para negociação. A governança pode ser definida como um conjunto de condições que moldam as negociações *ex-ante* sobre as *quasi-rendas* geradas por uma firma. Essa definição de governança corporativa retoma a questão da natureza da firma: o que é e por quem deve ser governada. Um sistema de governança tem aspectos de eficiência tanto *ex-ante*, por meio do seu impacto nos incentivos para se fazer investimentos específicos, quanto *ex-post*, pelas alterações e adaptações nas condições negociadas. Um sistema de governança também afeta o nível e a distribuição de riscos. Nessa abordagem de Zingales, o ambiente institucional também desempenha um papel relevante na arbitragem dos conflitos e na definição dos resultados das negociações, definindo um conjunto de regras e de direitos a ser

observado, as formas pelas quais as informações sobre o desempenho dos produtores serão acessíveis aos potenciais compradores e assegurando o cumprimento rápido e eficaz das regras legais e dos compromissos contratuais.

Da perspectiva da natureza das obrigações dos executivos, encontramos diferentes concepções de governança corporativa, essencialmente baseadas em duas correntes: aquela que entende que os executivos têm obrigações apenas com os provedores de finanças, os credores e os chamados *shareholders*, e os que entendem que os empreendedores têm obrigação de atender aos interesses de uma gama maior de interessados, os chamados *stakeholders*, que incluem os provedores de finanças, mas que também contemplam empregados, consumidores, fornecedores e comunidades, entre outros. Duas análises especialmente relevantes e recentes (de Jensen e Tirole) trazem luz às questões atuais concernentes ao tema da governança. Enquanto JENSEN (2000) se mantém alinhado com o conceito de governança como defesa dos interesses dos *shareholders*, TIROLE (2001) amplia a questão para a defesa dos interesses de um público mais amplo, os *stakeholders*, e define governança corporativa como a “arquitetura organizacional que induz ou força os executivos a internalizar o bem estar dos *stakeholders*”.

2.3. Separação entre propriedade e gestão

A separação e especialização da gestão e da assunção do risco levam a problemas de agência entre os agentes tomadores de decisão e os detentores dos direitos residuais. Este é o problema da separação entre propriedade e gestão se reflete na moderna discussão sobre governança corporativa. Num sistema eficiente de decisão, podem ser obtidos maiores benefícios pela delegação das funções de decisão a agentes que têm conhecimento específico relevante, ao invés de alocar todas as decisões de gestão e controle nas mãos dos detentores dos direitos residuais. Em contrapartida a separação entre propriedade e gestão suscita o problema de agência.

A separação entre propriedade e gestão é característica de grandes corporações onde os tomadores de decisões e os agentes que suportam os riscos não

são os mesmos. FAMA e JENSEN (1983) argumentam que tal separação sobrevive nessas organizações, em parte, pelos benefícios da especialização gerencial e do suporte ao risco, mas também em razão de uma abordagem comum eficaz para o controle dos problemas de agência causados pela separação das funções de controle e de assunção de risco. Para esses autores, a organização pode ser vista como um nexo de contratos entre proprietários dos fatores de produção e executivos, que especificam os direitos de cada agente na organização, os critérios de desempenho sobre os quais serão avaliados e as condições de remuneração. A estrutura contratual combinada com as tecnologias de produção disponíveis e as restrições legais externas determina as funções de custo para a produção de um determinado resultado numa particular forma de organização. Sobrevive a forma de organização que produz os resultados demandados pelos clientes aos menores preços desde que cubram os custos de produção. Os contratos especificam a natureza dos direitos residuais e a alocação dos passos do processo de tomada de decisão entre agentes. De acordo com este ponto de vista os contratos distinguem as organizações e explicam porque formas específicas de organização sobrevivem.

Um sistema de governança pode afetar o valor *ex-ante* das rendas excedentes pela determinação do nível e da distribuição dos riscos. Se as diferentes partes têm diferentes graus de aversão ao risco (ou diferentes oportunidades de diversificação ou proteção contra os riscos), então a eficiência do sistema de governança também é mensurada pela forma como aloca os riscos para as partes mais tolerantes (ZINGALES, 1997, p.10). As estruturas contratuais de muitas formas de organização limitam os riscos assumidos por alguns agentes, especificando tanto a remuneração fixa como os incentivos atrelados a medidas especificadas de desempenho. O risco residual, ou seja, o risco das diferenças entre fluxos estocásticos de entrada de recursos e promessas de pagamento aos agentes, é suportado por aqueles que detêm os direitos dos fluxos de caixa líquidos, os chamados “detentores dos direitos residuais”. Muitos contratos contêm disposições implícitas ou explícitas de que, em troca de pagamentos específicos, os agentes concordam que os recursos de que dispõem podem ser usados para a satisfação dos interesses dos detentores dos direitos residuais. Dado que um determinado grupo de agentes suporta mais incertezas, as organizações sobrevivem porque reduzem os custos incorridos para

monitoramento dos contratos e para ajustes devidos às condições mutáveis de riscos. Contratos que direcionam as decisões para os interesses dos detentores dos direitos residuais também adicionam valor às organizações. Produzir resultados aos menores custos é de interesse dos detentores de direitos residuais porque aumentam os fluxos de caixa líquidos, mas também contribuem para a sobrevivência porque proporcionam menores preços. O direito residual de diferentes formas de organização contém diferentes restrições. Por exemplo, os direitos residuais menos restritos são as ações ordinárias de grandes corporações com elevado grau de dispersão de capital. Dos acionistas não se requer nenhuma outra obrigação na organização, seus direitos são alienáveis sem restrições e, por causa disso, os direitos residuais proporcionam o compartilhamento do risco entre os acionistas. Nas organizações de capital fechado os acionistas, geralmente, têm direitos mais restritos.

Segundo FAMA e JENSEN (1983, p. 303), a forma pela qual as organizações, nas quais os direitos de decisão não são concentrados em um único empreendedor, alocam as “etapas do processo de decisão” entre os agentes é importante na explicação de sua sobrevivência. De maneira geral, o processo decisório tem quatro etapas: *iniciação* – geração de propostas de utilização de recursos e estruturação dos contratos; *ratificação* – escolha das decisões a serem implementadas; *implementação* – execução da decisão ratificada; e *monitoramento* – medição do desempenho dos agentes decisórios e implementação das recompensas. A iniciação e a implementação das decisões são tipicamente alocadas aos mesmos agentes e podem ser combinadas no que se pode chamar de gestão da decisão. Analogamente, o termo controle da decisão inclui as etapas de ratificação e monitoramento. As decisões de gestão e controle são os componentes do processo decisório da organização. Os agentes podem estar envolvidos na gestão de algumas decisões e no controle de outras, mas a separação significa que os agentes individuais não exercem direitos exclusivos de controle e gestão sobre as mesmas decisões.

Sem procedimentos de controle eficazes, os executivos são mais propensos a tomar decisões divergentes dos interesses dos detentores de direitos residuais. Tal sistema de controle implica, quase por definição, que o controle das decisões seja, de alguma forma, separado da gestão das decisões. Sem separação das decisões de

gestão das de controle, os detentores dos direitos residuais têm pouca proteção contra ações oportunistas dos executivos e isto reduz o valor dos direitos residuais irrestritos (FAMA e JENSEN, 1983).

2.3.1. Os problemas de conflitos de interesses e a teoria de agência

Os problemas de agência surgem porque os contratos não são estabelecidos e não têm seu cumprimento garantido (*enforcement*) sem custos. Os custos de agência incluem os custos de estruturar, monitorar, e limitar um conjunto de contratos entre agentes com interesses conflitantes. Os custos de agência também incluem o valor de perdas menores de resultados em razão de que o custo para se ter controle absoluto excederia os benefícios de se evitar tais perdas.

JENSEN e MECKLING (1976) mantêm, em sua análise dos problemas de agência, a noção de maximização, e ressaltam que:

o objeto dos contratos, como proposto de forma pioneira por COASE (1937, 1959, 1960) e posteriormente desenvolvido por ALCHIAN (1965, 1968), DEMSETZ (1967), ALCHIAN e DEMSETZ (1972) e outros, são os “direitos de propriedade”.

Quanto aos direitos de propriedade, de forma mais abrangente, o que importa é que a especificação dos direitos individuais determina como os custos e recompensas serão alocados entre os participantes da organização, e afetam, portanto, a eficiência das organizações. “Desde que a especificação de direitos é geralmente afetada pelos contratos, tanto implícitos como explícitos, o comportamento dos indivíduos na organização, incluindo o dos executivos, dependerá da natureza desses contratos”. Os contratos, portanto, podem ser definidos como formas de definição dos direitos de propriedade e existem, conseqüentemente, arranjos contratuais ótimos que maximizam a eficiência na alocação de recursos e a riqueza gerada.

Os direitos de propriedade podem ser entendidos, basicamente, sob dois aspectos: o do direito residual, que se refere aos direitos de arbítrio *ex-post*, dado que os agentes têm racionalidade limitada e que os contratos são incompletos, e os direitos sobre os resíduos, que dizem respeito aos direitos sobre os resultados apurados pela firma. Quando o detentor do direito residual coincide com o detentor dos direitos sobre os resíduos não há conflito e os recursos são alocados

eficientemente. Assim, quando a gestão se distingue da propriedade, muitos problemas associados à inadequação da teoria atual da firma podem ser identificados como casos especiais da teoria de agência.

JENSEN e MECKLING (1976) definem uma relação de agência como um “contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu nome, o que envolve delegação de certa autoridade para tomada de decisão para o agente”. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade há boas razões para acreditar que o agente não vai agir sempre nos melhores interesses do principal. É de se esperar que os proprietários estejam interessados primordialmente na maximização de sua riqueza pela maximização do valor da firma, ao passo que os executivos, que são também agentes racionais maximizadores de utilidade procurem maximizar os aspectos que lhes são favoráveis.

De acordo com ZINGALES (1997), a essência do problema de agência é a separação entre a propriedade – do principal – e gestão – por parte do agente. Assim, a forma segundo a qual as rendas excedentes são divididas *ex-post* afeta os incentivos *ex-ante* para a tomada de determinadas ações, que podem criar ou destruir valor, sob dois modos fundamentais: primeiro, os agentes racionais não vão despende a quantidade ótima de recursos em atividades criadoras de valor que não sejam adequadamente recompensadas pelo sistema de governança; segundo, os agentes racionais vão despende recursos em atividades ineficientes, cujo único, ou principal, propósito é alterar os resultados das negociações *ex-post* em seu favor. Por exemplo, um gestor pode especializar a firma em determinadas atividades porque isso aumenta sua contribuição marginal *ex-post* e, portanto, sua parcela de renda *ex-post*; subordinados podem gastar recursos tentando ganhar a benevolência de seus superiores; os executivos, em geral, tendem a aumentar o tamanho da firma, dado que geralmente têm seus prêmios e incentivos aumentados em função dessa variável. Um bom sistema de governança deve desencorajar essas atividades.

2.4. Separação entre propriedade e controle

A separação entre a propriedade e o controle pode produzir interesses conflitantes, o que levaria os controladores a maximizar seus próprios benefícios e não o valor da riqueza de todos os proprietários. A adoção de práticas de governança significa alguma garantia de controle sobre esse poder discricionário dos controladores e, portanto, a garantia de que os outros proprietários, sobretudo os minoritários que não participam da gestão, tenham assegurados maiores direitos, o que resultaria em uma maior percepção de valor por eles, refletindo num aumento dos preços que os investidores estariam dispostos a pagar pela participação no negócio.

2.4.1. Financiamento por intermédio da venda de participação acionária

Com o aumento de intensidade do processo de mundialização da economia na última década do século XX, verifica-se um aumento concomitante nas trocas entre os países. O mercado brasileiro, a exemplo dos mercados de outros países em desenvolvimento, os chamados “mercados emergentes”, procurou abrir sua economia aos investimentos externos como forma de captação de recursos, desenvolvimento das empresas e geração de novos empregos. O mercado acionário constitui uma alternativa à disposição das empresas para captação de investimento. Para isso é necessário que as empresas modifiquem o tratamento dispensado aos acionistas e que o Estado, por meio do Sistema Financeiro Nacional, seja capaz de estabelecer e garantir direitos de propriedade capazes de regular os conflitos de interesse de forma a minimizar as perdas potenciais, tanto para as empresas como para os acionistas, sobretudo os minoritários preferencialistas.

As empresas podem obter recursos no mercado de capitais por meio de empréstimos ou pela participação de acionistas. Por sua limitação, as empresas geralmente utilizam os empréstimos e a reinversão de lucros como forma de financiar suas operações. A venda de direitos de propriedade, pela participação acionária, proporciona a obtenção de recursos não exigíveis para investimentos e pesquisas que tornam a produção mais eficiente, beneficiando toda a comunidade. O investidor com

participação no capital torna-se sócio da empresa e recebe, em contrapartida, a renda proveniente da distribuição de dividendos, em percentual definido pela empresa, ou auferir ganhos de capital, pela valorização dos ativos no período correspondente ao direito, sempre que a empresa obtiver lucros.

As ações são títulos que representam a menor fração do capital da empresa emitente e proporcionam direito de participação nos seus resultados econômicos. Quanto à natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares, podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição: as ordinárias dão direitos usuais de sócio aos seus titulares, tais como direito de voto em assembleias gerais, de fiscalização e de participação nos lucros; as preferenciais em geral não concedem direito de voto em assembleia, mas garantem ao acionista vantagens patrimoniais, como prioridade no recebimento de dividendos, geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias, e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade; na legislação brasileira sua emissão é limitada a cinquenta por cento das ações emitidas. As ações preferenciais visam o investidor com interesses financeiros e sem interesse na administração da empresa. Quanto ao grau de participação no capital, os acionistas podem ser majoritários, quando detêm uma quantidade tal de ações com direito a voto que lhes permite manter o poder de decisão sobre a empresa, ou minoritários, quando detêm uma quantidade não expressiva de ações com direito a voto. Podem ainda fazer parte dos direitos dos acionistas: pagamento de juros sobre o capital próprio; bonificação em ações proporcionalmente às já possuídas, em caso de aumento de capital; bonificações em dinheiro; direito preferencial de subscrição de novos lotes de ações; direito de retirada e outros direitos eventualmente estabelecidos em contrato.

Uma definição inadequada dos direitos de propriedade dos acionistas minoritários, por um lado e dos controladores das empresas, por outro, que reivindicam diferentes, e por vezes conflitantes, conjuntos de direitos leva a perdas de potenciais de financiamento e, conseqüentemente, de eficiência no uso desses recursos. Sem procedimentos de controle eficazes, os controladores são mais propensos a tomar decisões divergentes dos interesses dos acionistas minoritários e detentores de ações preferenciais.

Segundo DEMSETZ (1967) e MUELLER (1995) *apud* NUNES, HERRMANN e ZYLBERSZTAJN (2000, p. 665), o funcionamento eficiente dos mercados pressupõe a definição de direitos de propriedade e a existência de meios legítimos para os agentes reivindicarem e fazerem cumprir seus direitos. Direitos de propriedade mal definidos ou a inoperância dos mecanismos sociais para a efetivação desses direitos fazem com que os custos de transação se elevem, tornando os mercados menos eficientes. A definição imprecisa destes direitos conduz a ineficiências alocativas, uma vez que impede ou prejudica i) o surgimento de um mercado (ou processo de barganha) desses direitos; ii) a realização de investimentos específicos em um determinado empreendimento (COASE, 1960).

CHEUNG (1991) argumenta que a indefinição dos direitos de propriedade leva à dissipação de rendas que deixam de ser apropriadas, seja por sub ou super exploração dos recursos disponíveis. A possibilidade de dirimir conflitos e atingir uma alocação de recursos mais eficiente por meio de contratos entre os agentes depende da definição prévia de direitos de propriedade e da efetividade do *enforcement* desses direitos (NUNES, HERRMANN e ZYLBERSZTAJN, 2000).

Para tornar o mercado de capitais atraente às empresas e aos investidores, é necessário um conjunto de ações, tanto dos agentes econômicos como do Estado e das instituições, tanto em relação aos contratos como ao aparato legal-institucional, que contribuam para o seu sucesso como instrumento de financiamento.

Autores como SHLEIFER e VISHNY (1997) verificaram que o ambiente institucional exerce influência significativa no valor da firma. Para esses autores o controle sobre os executivos trata dos caminhos por meio dos quais os provedores das finanças asseguram-se de obter retorno sobre seus investimentos, como fazem com que os executivos retornem algum lucro, como têm certeza que os executivos não roubam o capital que fornecem ou investem em maus projetos, enfim, como os financiadores controlam os executivos contra a expropriação de sua parcela dos resultados. Segundo BARROS et al. (2000)¹², a expropriação pode ocorrer de

¹² Este estudo inspirou a idéia de criar um mercado com regras de listagem diferenciadas, participaram o Prof. José Roberto Mendonça de Barros, o Prof. José Alexandre Scheinkman e o Dr. Leonardo Cantidiano, entre outros profissionais conceituados. A equipe constatou que o aprimoramento do

diversas formas: venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma empresa de propriedade do controlador; emprego de familiares não qualificados; implementação ineficiente de projetos, mas que atendam interesses particulares dos executivos; salários excessivamente altos para diretores, etc.

2.4.2. Direitos dos acionistas minoritários

Tratando das diversos tipos de investidores, TIROLE (2001) os categoriza em informados e não informados. Os informados, por sua vez, podem ser divididos entre ativos, aqueles que têm o poder de influir nas decisões dos executivos, e os passivos ou retrospectivos, que apenas monitoram o desempenho passado da firma. Os investidores, por sua vez, alocam recursos financeiros na firma porque recebem em troca direitos de controle. Entre o conjunto de direitos encontra-se o direito de voto, que no caso dos grandes investidores, torna-se mais eficaz porque detêm significativas quantidades de ações. Em geral, ocupam assento no conselho de administração, agem em seu próprio interesse e têm mais recursos para fazer valer os seus direitos. Os pequenos investidores têm à sua disposição apenas proteção legal, ainda assim com pouca eficácia porque os custos de sua operação podem ser elevados. Como nem mesmo a alternativa de ação articulada por um grande grupo de acionistas para tomada de controle por meio do mecanismo do voto está disponível para os pequenos acionistas, pois é difícil e de coordenação custosa, seu direito de voto tem valor limitado. Muitos pequenos acionistas, conseqüentemente, nem mesmo têm incentivo para se informarem sobre como devem votar, o que não os torna nem ao menos investidores passivos – segundo a classificação de Tirole citada acima.

De acordo com BARROS et al. (2000), a proteção dada a acionistas minoritários se compõe de três elementos: um conjunto de regras e leis que estabeleçam seus direitos, um fluxo contínuo de informações relevantes que permita avaliar se esses direitos estão sendo observados (*disclosure*) e um conjunto de meios para fazer com que seus direitos legais sejam de fato assegurados (*enforcement*). Como a proteção legal disponível aos minoritários, em geral, é limitada vis-à-vis aos instrumentos à disposição dos grandes investidores, a informação é custosa para ser

mercado de capitais é decisivo para que este possa cumprir seu papel de financiador do crescimento econômico.

adquirida e, por outro lado, ineficaz para os pequenos investidores que, além disso, dispõem de poucas condições para o exercício do *enforcement* de seus direitos, a proteção aos minoritários, de fato, é restrita.

Conforme relatado por BARROS et al. (2000), uma série de trabalhos¹³ mostra que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam mercados acionários relativamente maiores, menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas, maior número de empresas abertas, maior captação de recursos por meio de do mercado acionário e valor de mercado de empresas comparativamente maior. Baseado nas evidências mencionadas, o principal instrumento de promoção do mercado é a garantia da segurança necessária ao investidor. Para tanto, é necessário que os agentes e as instituições desempenhem determinados papéis.

2.5. A questão da governança corporativa e o ambiente institucional

Na abordagem de ZINGALES (1997), o ambiente institucional desempenha um papel relevante na arbitragem dos conflitos e na definição dos resultados das negociações, definindo um conjunto de regras e de direitos a serem observados, as formas pelas quais as informações sobre o desempenho dos produtores serão acessíveis aos potenciais compradores e assegurando o cumprimento rápido e eficaz das regras legais e dos compromissos contratuais.

Os conflitos de agência, sob muitos aspectos, estão relacionados às questões de governança e aos aspectos das instituições e do sistema legal. Assim como a remuneração dos executivos, os instrumentos de governança e o sistema institucional legal podem vir a constituir caminhos para a resolução desses conflitos. A teoria clássica, na sua visão de mercado, não enxerga as relações contratuais dentro e fora da firma e não considera, portanto, o ambiente institucional como instância de resolução desses conflitos.

¹³ Por exemplo, La Porta et al. (1997) e (1998).

SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 769) concluem que sistemas de governança bem sucedidos, como os dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, se baseiam numa combinação de concentração de propriedade e proteção legal aos investidores.

2.5.1. A legislação brasileira das sociedades anônimas¹⁴

A legislação brasileira de sociedade por ações¹⁵ teve início, ainda no século XIX, com o Código Comercial de 1850, modificado posteriormente pelo Decreto 434, de 04.07.1891. Todavia, o Dec.-Lei 2.627, de 26.09.1940 foi o primeiro instrumento com força de lei a tratar da sociedade anônima da maneira como é conceituada atualmente. Segundo OLIVEIRA (2002 p.10),

existe uma preocupação marcante (a partir do Dec.-Lei 2.607, de 1940) com a integridade do capital social, pois a limitação de responsabilidade dos sócios e o anonimato da propriedade das ações poderiam gerar, na visão da lei, uma utilização distorcida da forma societária perante terceiros que se relacionassem com a sociedade, especialmente credores. (...) durante muito tempo, tanto no direito europeu de origem romana quanto no direito brasileiro, as sociedades anônimas precisaram de autorização prévia para funcionar, dado o receio de que fossem fontes de abusos diante da limitação da responsabilidade e da possibilidade de falta de indicação de seus proprietários.

Introduziu-se a divisão do capital em ações ordinárias e preferenciais (até o limite de metade do capital social, ampliado para dois terços do total das ações emitidas na Lei 6.404/76 e depois reduzido novamente para metade na Lei 10.303/2001) com a faculdade, ocasional, da retirada do direito ou de sua restrição, admitindo a possibilidade da existência de investidores não-controladores. A concessão para a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, até a metade do capital social abriu a possibilidade dos esquemas piramidais, situação em que detentores de uma pequena parcela do capital investido assumem o controle absoluto da sociedade. O Dec.-Lei de 1940

¹⁴ Baseado em OLIVEIRA (2002).

¹⁵ Com exceção das sociedades anônimas, regidas pela Lei 6404/76 e suas alterações posteriores, todas as demais, isto é, as sociedades simples, em cota de participação, em nome coletivo e limitadas, estão compreendidas no capítulo denominado "Do Direito de Empresas" da Parte Especial da Lei No. 10.406, de 10 de Janeiro de 2002, que instituiu o Código Civil. O novo Código Civil unificou o direito privado no campo do direito societário, ao revogar os dispositivos que tratavam da matéria no Código Comercial e no Decreto-Lei 3.807/19, como já tinham realizado, dentre outros, italianos e franceses em seus ordenamentos jurídicos (AMENDOLARA, 2003).

teve o mérito de introduzir alguns princípios importantes, que se perpetuaram, como a inclusão na lei do tratamento das normas de contabilização de ativo e passivo, os procedimentos de convocação, instalação e condução dos trabalhos das assembleias gerais, a divisão destas em assembleias ordinárias e extraordinárias, a instituição da peça contábil do balanço como criadora dos direitos e obrigações entre os acionistas, o direito de recesso, a regulação do dividendo e as regras de liquidação da sociedade.

Com o desenvolvimento da economia a partir da metade da década de cinquenta e com as crises econômica e política dos anos sessenta o Dec.-Lei 2.627 deixou de ser adequado para regular o mercado de capitais, embora muitos dos seus princípios continuem ainda vigorando na legislação atual.

Visando estruturar o mercado de capitais e o mercado financeiro, até então incipiente e desorganizado, foram editadas as Leis 4.595, de 31.12.1964, e 4.728, de 14.07.1965, chamadas respectivamente de “Lei da Reforma Bancária” e “Lei de Reforma do Mercado de Capitais”. A Lei 4.728 praticamente criou o mercado de capitais brasileiro, atribuindo novas características para as bolsas de valores e para as sociedades corretoras e instituindo novos instrumentos de estímulo para as sociedades por ações, como as debêntures conversíveis, as ações nominativas endossáveis e as sociedades de capital autorizado¹⁶. A resolução 39, de 20.10.1966, do Banco Central, que regulamentou as bolsas de valores, e a legislação fiscal, que criou incentivos tributários para a abertura de capital de empresas e concedeu isenção fiscal para os ganhos em bolsa, reforçava a política de estímulo ao mercado de capitais. Todos esses estímulos e a rápida expansão da economia da época provocaram uma euforia responsável por um curto *boom* devido a um grande aporte de capital e a uma fase de especulação nas bolsas, seguido por uma dramática queda nas cotações e pela perda significativa de riqueza de investidores devida à ausência de regras adequadas que assegurassem a preservação de direitos contra abusos e discrepância de informações.

Em 15.12.1976, foi editada a Lei 6.404 com o propósito de oferecer às empresas novas alternativas de captação além do crédito público. O projeto da lei visava estabelecer um instrumento institucional de controle e regulamentação das

¹⁶ À administração das sociedades de capital autorizado era permitido realizar sucessivos aumentos de capital, dentro de um limite previamente aprovado.

sociedades por ações, de equilíbrio entre os interesses dos controladores e os direitos dos investidores e de financiamento do crescimento por meio da captação da poupança privada. Simultaneamente à edição da Lei 6.404 foi editada a Lei 6.385, de 07.12.1976, com uma série de normas destinadas a fortalecer as empresas controladas por capitais privados nacionais, que criou a Comissão de Valores Mobiliários com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas.

Entre outras disposições, a Lei 6.404 alterava o Dec.-Lei 2.627 aumentando a proporção entre ações preferenciais com restrições ou sem direito de voto e ações ordinárias de metade para o limite máximo de dois terços de ações preferenciais. “Recomendam esse aumento de limite: a) a orientação geral do Projeto, de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa; b) o objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado; c) a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez”¹⁷.

Outra alteração relevante introduzida pela Lei 6.404 foi a definição de acionista controlador e as regras sobre alienação de controle de sociedade aberta. O reconhecimento do controle e a concessão de poderes de gestão, não obstante as contrapartidas de deveres e obrigações e a enunciação dos direitos essenciais dos minoritários, impedidos de serem alterados pelo estatuto – tais como a instituição de dividendo mínimo, e o direito de recesso – possibilitaram a um pequeno grupo ser controlador com predomínio absoluto sobre os demais proprietários. O Projeto da Lei 6.404, por entender que a transferência do controle não violava os direitos dos minoritários, determinava que os resultados da alienação do direito de controle seriam devidos ao titular. Todavia, o projeto sofreu emenda no Congresso que estabeleceu que, quando da alienação do controle, a “Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas

¹⁷ Exposição Justificativa dos Autores encaminhada junto com o Projeto de Lei ao Congresso Nacional, in LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, p. 218-219.

minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações”¹⁸. Posteriormente, em razão dos interesses no processo de privatização das estatais, a Lei 9.457, de 05.05.1997, revogou o dispositivo.

A disputa dos fluxos internacionais de capitais pelos mercados emergentes e as mazelas do processo de privatização das empresas estatais brasileiras evidenciaram nova necessidade de alterações na legislação brasileira das sociedades anônimas, especialmente em relação ao poder de controle, aos acordos de acionistas, aos direitos dos acionistas minoritários e ao poder da CVM em fazer valer as disposições legais diante de situações de abuso de poder do majoritário. Em 31.10.2001 foi sancionada a Lei 10.303 que altera e acrescenta dispositivos à Lei 6.404 e na Lei 6.385 com os propósitos centrais de conferir maiores direitos aos minoritários e assegurar maior transparência nas informações. Em linhas gerais as alterações introduzidas pela Lei 10.303 visaram: assegurar aos minoritários assento no Conselho de Administração, fortalecer o Conselho Fiscal como órgão fiscalizador dos administradores, garantir direito de venda das ações dos minoritários em conjunto com as dos controladores, regulamentar os direitos econômicos das ações preferenciais com restrição ou sem direito de voto, estabelecer regras mais estritas para a divulgação de informações sobre operações de reestruturação societária, aumentar a competência da CVM e estabelecer mandato fixo para os membros do seu colegiado atuarem a salvo de pressões.

A seguir, destacam-se as alterações mais significativas, com implicações para as práticas de governança das sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa, introduzidas pelo novo texto sancionado em relação à lei revogada:

- i. Obrigatoriedade de formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado¹⁹, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, em caso de cancelamento do registro de companhia aberta ou de elevação da participação à percentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes (Art. 4º.);

¹⁸ Redação original do art. 254 da Lei 6.404 §1.o

¹⁹ Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria (Lei 10.303 § 2º).

- ii. Limitação do número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, em cinquenta por cento do total das ações emitidas (Art. 15 § 2º.);
- iii. Prioridade para as ações preferenciais no recebimento de dividendo mínimo de 25% do lucro líquido do exercício, correspondentes a, no mínimo, 3% do patrimônio líquido;
- iv. Possibilidade do estatuto da sociedade de estabelecer solução arbitral para as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (Art. 109 § 3º.);
- v. Limitação do abuso do direito de voto e conflito de interesses pelo dever do acionista controlador ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, de informar as modificações em sua posição acionária à CVM e às Bolsas de Valores (Art. 116-A);
- vi. Necessidade de por à disposição dos acionistas, na sede da companhia, por ocasião da primeira convocação de Assembléia Geral Extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto, os documentos pertinentes à matéria a ser debatida (Art. 135 § 3º.);
- vii. Restrição à ocupação de cargo de administração àqueles que ocuparem cargos em concorrentes, em especial em conselhos consultivo, de administração ou fiscal; e tiver interesse conflitante com a sociedade (Art. 147 § 3º.);
- viii. Interdição da utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa da administração, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários (Art. 155 § 4º.);
- ix. Limitação do conflito de interesses pelo dever do administrador de informar as modificações em sua posição acionária à CVM e às Bolsas de Valores (Art. 157 § 6º.);
- x. Atribuição de competência ao Conselho Fiscal, ou qualquer de seus membros, para fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus

deveres (Art. 163 inciso *I*); para denunciar aos órgãos de administração e à assembleia geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências (Art. 163 inciso *IV*) e para solicitar a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais (Art. 163 § 2º.);

- xi. Dever dos membros do conselho fiscal de informar as modificações em sua posição acionária à CVM e às Bolsas de Valores (Art.165-A);
- xii. Exclusão do direito de emissão, sem direito de preferência dos antigos acionistas, de ações e debêntures conversíveis, ou bônus de subscrição, no caso de aumento de capital, para venda em Bolsa de Valores ou subscrição pública (Art.172 inciso I);
- xiii. Exigência de oferta pública, na alienação do controle, para aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos acionistas minoritários, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% do valor pago ao bloco de controle (Art.254-A), podendo o adquirente oferecer aos minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle (§ 4º.).

2.5.2. O código de governança do IBGC

Como instrumentos regulamentares complementares à legislação, algumas instituições, como é o caso do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC²⁰ e da BOVESPA, e até mesmo empresas, como é o caso da Petrobras²¹,

²⁰ O IBGC é uma sociedade civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos, fundada em 1995 por um grupo de empresários, membros de conselhos, executivos, consultores e estudiosos de administração empresarial com foco inicial na atuação dos conselhos de administração, depois ampliado para abranger também o conselho fiscal, a auditoria independente e a diretoria. Ver IBGC (2001).

²¹ A Petrobras, embora seja uma empresa controlada pela União, é uma das empresas mais reconhecidas pelo mercado pela sua posição de vanguarda na adoção de práticas de governança corporativa. Maior e mais negociada empresa da bolsa, vencedora por dois anos consecutivos do Prêmio ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas, em conjunto com a Associação Brasileira de Analistas do Mercado de Capitais (ABAMEC-SP), Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) em 2000 e 2001 pelo esforço em estabelecer novas referências em divulgação de informações estimulando o fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro. Divulgou Fato Relevante ao mercado em 30 de dezembro de 2002 explicando as razões pelas quais estava impossibilitada de aderir ao nível 2 da BOVESPA. Realizou uma reforma estatutária no final de 2001

elaboram códigos que prescrevem boas práticas de governança para o relacionamento com os investidores.

O objetivo central do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC é indicar caminhos para todos os tipos de empresas visando melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital. Assim como no caso das regras da BOVESPA, a adesão ao código do IBGC é voluntária. Está baseado em práticas de transparência, prestação de contas – *accountability* – e equidade. Com relação à transparência, o código exige que o executivo principal e a diretoria satisfaçam às diferentes necessidades de informação dos proprietários, do conselho de administração, da auditoria independente, do conselho fiscal, dos *stakeholders* e do público em geral; no que respeita à prestação de contas, exige que os agentes da governança corporativa, constituídos pelo conselho de administração, pelo executivo principal, pela diretoria, pela auditoria independente e pelo conselho fiscal prestem contas de sua atividades a quem os elegeu e escolheu; por último, sob a ótica da equidade, requer que o relacionamento entre os agentes da governança corporativa e as diferentes classes de proprietários seja caracterizado pelo tratamento justo e equânime.

2.5.3. As instituições do mercado de capitais brasileiro

As instituições que regulam as transações no mercado acionário desempenham um papel relevante, facilitando a divulgação de informações, estabelecendo diretrizes, orientando, disciplinando, fiscalizando e normatizando as atividades das companhias de capital aberto²². Constituem, portanto, importante instrumento de controle externo sobre as práticas de governança dessas companhias. Uma relação das principais instituições afetas ao mercado acionário brasileiro, com suas finalidades e principais atribuições encontra-se no ANEXO A.

e outras duas em 2002 para implementar todas as mudanças necessárias para o atendimento aos requisitos do nível 2, porém enfrentou uma questão jurídica intransponível, colocada pela Procuradoria da Fazenda Nacional, relativa à possibilidade de a União, à luz da Lei do Petróleo, concordar em respeitar a opinião dos preferencialistas nas Assembléias Gerais que venham a decidir sobre: fusão, cisão ou incorporação; reavaliação de ativos e escolha da avaliadora; e contratos entre as partes interessadas.

²² No anexo A, são apresentadas sumariamente as principais instituições que têm relação com a atuação das empresas com papéis negociados na BOVESPA.

Segundo BARROS et al. (2000), existe uma série de medidas que poderiam ser tomadas pelo Governo e pelas instituições que disciplinam o mercado acionário para definir e assegurar de forma mais clara os direitos de propriedade e incentivar maior eficiência alocativa de recursos provenientes de transações de direitos em bolsa no Brasil, tanto no âmbito do aparato legal-institucional como no sentido de diminuir os custos de transação. Entre elas destacam-se: a introdução da obrigatoriedade de publicação de balanço a partir de um certo tamanho de empresa, dando maior isonomia entre empresas abertas e fechadas, retirando uma vantagem espúria das últimas – a possibilidade de assimetria nas exigências de *disclosure* entre empresas de capital aberto, que publicam suas informações, e as empresas fechadas, é um dos fatores que induz ao fechamento do capital porque empresas de capital fechado não têm que prestar contas à sociedade que as acolhe, incluindo os seus concorrentes; fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos elevados; mudança na apresentação dos demonstrativos; evitar a incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) e eliminar uma vantagem indevida dos mercados internacionais que drenam negócios para fora do Brasil. À CVM, por sua vez, caberia um maior esforço na fiscalização de operações fraudulentas; prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preços; compra ou venda de ações por parte dos administradores e acionistas controladores, utilizando ou omitindo informação relevante para o mercado. Dentre outras ações, caberia à BOVESPA atuar para a redução dos custos de transação que prejudicam a liquidez; o estabelecimento de compromissos mais fortes com os bancos de investimento; o apoio aos administradores na cobrança por maior controle; o apoio à opção por câmaras arbitrais, alternativa mais rápida e eficiente para dirimir eventuais conflitos, dada a morosidade da justiça atual e a impossibilidade de se criar uma justiça especializada.

2.6. Panorama da governança corporativa na Itália e na Alemanha

Os sistemas de governança italiano e alemão são de particular interesse para o estudo da governança corporativa no Brasil pela semelhança e pela origem comum

do direito, no caso italiano e pela influência que o *Neuer Markt* exerceu na criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado da BOVESPA, no caso alemão.

2.6.1. O caso italiano

O sistema de governança italiano, fundado no direito romano²³, ao contrário do modelo anglo-saxão – que se baseia em uma arquitetura institucional que induz à dispersão da propriedade e ao desenvolvimento do mercado de capitais por meio da proteção dos direitos dos acionistas minoritários – tem se caracterizado por uma elevada concentração de capital e por um sistema regulatório que confere proteção limitada aos interesses de acionistas minoritários. Assemelha-se ao sistema brasileiro em muitos aspectos. Arranjos piramidais na Itália, como no Brasil, proporcionam mecanismos que possibilitam o controle das companhias italianas por um número limitado de acionistas, com a dispersão dos direitos dos acionistas minoritários por um número maior de empresas e a expansão da abrangência do conjunto dos ativos dominados pelo controlador, pela concentração dos direitos de voto no topo da pirâmide. As conclusões de BIANCO e CASAVOLA (1999) apresentam um caráter ambivalente, sugerem que, não obstante os esquemas piramidais apresentarem a vantagem de facilitar o crescimento das companhias pelo relaxamento das restrições financeiras de investimento características de companhias concentradas, suscitam conflitos de interesse entre os controladores e os acionistas externos ao bloco de controle.

A TAB. 1 ilustra, para o caso de empresas de manufatura, a extraordinária concentração dos direitos de voto do acionista majoritário na Itália, chegando a 68.6%, ao mesmo tempo em que os três maiores acionistas detêm o expressivo nível de 92.1% dos direitos de voto. A tabela agrupa uma amostra representativa de companhias de manufatura com mais de 50 empregados. As percentagens na coluna A foram ajustadas para levar em consideração as diferentes coberturas da amostra pelo tamanho, setor e área geográfica. Na coluna B as percentagens foram ponderadas pelo tamanho da companhia (usou-se como *proxy* o número de

²³ Em uma avaliação do grau de proteção legal aos investidores, LA PORTA et al. (1998) sugerem que há evidência de que os níveis de proteção legal estão relacionados com a origem do direito legal.

empregados). O elevado percentual de 53% das empresas controladas por indivíduos freqüentemente ligados por laços de família com outros investidores denota um “capitalismo familiar” como uma das características do sistema de governança italiano. Outro dado significativo é a pouca concentração da propriedade nas mãos dos bancos e de outras companhias financeiras que controlam, em conjunto, apenas 4.5% das companhias.

Num cenário como este, o principal conflito de agência não se dá entre executivos poderosos e proprietários fracos, mas entre blocos de controle fortes e proprietários minoritários fracos. As perspectivas, na Itália, são, contudo, de mudanças. Três são os fatores principais que levam à alteração do modelo de governança: primeiro, as pressões do mercado têm inibido a atuação de arranjos piramidais; segundo, o processo de privatização tende a aumentar o tamanho do mercado de ações e a reduzir a presença do estado na economia; e, por último, a reforma na Lei das S.A., em fevereiro de 1998, trouxe alguns dos instrumentos necessários para uma melhor supervisão e um controle mais eficaz dos agentes controladores e dos grupos piramidais pelos minoritários e investidores institucionais (BIANCO e CASAVOLA, 1999).

Analisando a proteção legal e a concentração da propriedade em grandes empresas nos países mais desenvolvidos, SHLEIFER e VISHNY (1997, p. 769-770) constatam que, à exceção dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão,

a proteção legal aos investidores é menos substancial, tanto pelo fato das leis serem mal elaboradas, como porque os tribunais não asseguram o cumprimento das leis. Como consequência, as firmas permanecem controladas por famílias e, mesmo em alguns dos países mais ricos, encontram dificuldades de levantar fundos externamente, tendo que financiar internamente a maioria dos seus investimentos (MAYER, 1990). PAGANO, PANETTA, and ZINGALES (1995) reportam as extraordinárias dificuldades que as firmas enfrentam levantando fundos externos na Itália. Em um período de onze anos, entre 1982 e 1992, apenas 123 empresas abriram o capital na Itália, comparado a diversas centenas nos Estados Unidos. BARCA (1995) sugere que financiamento bancário também é difícil de se obter. Apesar de MAYER (1990) relatar uma significativa quantidade de financiamento bancário na Itália, muitos deles provêm de bancos estatais financiando firmas estatais. Na Itália, muitas firmas grandes não suportadas pelo governo são controladas por famílias e financiadas internamente.

TABELA 1
Concentração de direitos de voto e formas de controle

Tipo de agente controlador	Porcentagem de companhias		Direito de voto do acionista majoritário		Direito de voto dos três maiores acionistas	
	(A)	(B)	Média	Mediana	Média	Mediana
Pessoa	53.0	34.6	53.7	(50.0)	88.7	(100)
Companhia Estrangeira	12.8	22.2	87.6	(100)	96.8	(100)
Estado	4.5	6.5	74.1	(99.7)	90.5	(100)
Companhia "Holding"	15.7	22.8	88.1	(99.0)	98.8	(100)
Companhia Industrial	9.4	8.8	83.6	(92.7)	96.3	(100)
Banco	0.2	0.2	47.7	(69.5)	99.1	(99.5)
Outra companhia financeira	4.3	4.9	75.4	(90.0)	93.1	(100)
Total	100.0	100.0	68.6	(83.6)	92.1	(100)

Fonte: Indagine sugli investimenti della Banca d'Italia (1996), citada em BIANCO & CASAVOLA (1999).

É interessante observar que muitas das características do sistema de governança italiano são muito semelhantes às aquelas presentes no Brasil, como a concentração da propriedade, pelo menos das ações ordinárias, a pouca atividade dos minoritários com relação ao controle dos executivos, a presença de grandes firmas familiares e os esquemas piramidais e a presença de financiamentos oficiais²⁴.

2.6.2. O *Neuer Markt* alemão

O *Neuer Markt* da bolsa alemã foi uma das experiências bem sucedidas que inspiraram a criação do Novo Mercado da BOVESPA. Foi criado em 1997 com apenas duas empresas, 140 empresas foram listadas apenas em 1999 e em seus três anos de existência mais de 200 empresas abriram seu capital, número correspondente a aproximadamente um terço de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha em cinquenta anos, entre 1949 e 1999. A criação do mercado compreendia estímulos para as primeiras empresas que se listassem, o que incluía a

²⁴ Sobre as características do sistema de governança brasileiro, ver BARROS et. al (2000).

concessão de incentivos por parte de patrocinadores que se comprometiam a transacionar até DM\$ 20.000 diariamente. Assim como no caso do Novo Mercado brasileiro, o *Neuer Markt* estabeleceu uma série de obrigações adicionais à legislação alemã²⁵ às quais as empresas deveriam aderir voluntariamente, por meio de contrato com a bolsa, para serem listadas. A criação do *Neuer Markt* visava aumentar a confiança dos investidores.

O principal obstáculo à criação do *Neuer Markt* foi convencer os proprietários da *Deutsch Börse*²⁶, na sua maioria bancos, de que o novo mercado constituía uma alternativa atraente de financiamento. As empresas alemãs são financiadas principalmente por meio de crédito bancário e não por intermédio de venda de participação acionária, que envolve risco (MARTINS; CARVALHO; SZTAJN, 2002). O mercado acionário alemão, embora seja bastante expressivo em termos absolutos, relativamente ao PIB é relativamente pequeno. Segundo BARROS et al. (2000, p.12),

a média da capitalização bursátil como proporção do PIB da Alemanha para o período 1994-96 era de apenas 25,1% (a vigésima quinta em uma amostra de 41 países). Este valor é bastante pequeno quando comparado a Malásia (279,8%), Reino Unido (132,2%), Estados Unidos (95,9%) ou Japão (72,6%). Em termos de liquidez, padrão semelhante se verificava (...) a Alemanha apresentava uma média [do valor transacionado como proporção do PIB entre 1994 e 1996 para 41 países] de 26,3% (a décima na amostra). No mesmo período a Malásia apresentava 145,7%; os Estados Unidos, 74%; e o Reino Unido, 47,2%. A *performance* do mercado acionário alemão era ainda mais pobre quando consideramos a concentração de mercado e o número de empresas que abriam o capital.

A hipótese que permeou a criação do *Neuer Markt*, é que o baixo desempenho do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção aos acionistas minoritários. Dentre vários instrumentos para viabilizar a participação de pequenos investidores, o contrato para listagem no *Neuer Markt*²⁷ prevê que

²⁵ Antes da instituição do *Neuer Markt*, a legislação alemã não exigia nem mesmo a apresentação de demonstrações financeiras trimestrais, somente o balanço anual.

²⁶ A *Deutsch Börse* é uma instituição privada que administra a Bolsa de Valores de Frankfurt, principal bolsa de valores da Alemanha.

²⁷ O estudo "Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro" aponta a experiência do *Neuer Markt* alemão como uma referência importante por utilizar um contrato privado celebrado entre empresa e a Bolsa como forma de estabelecer regras adicionais. No entanto, o *Neuer Markt*, assim como outros mercados similares na Europa: *Nouveau Marché* (França), *TechMark* (Inglaterra), *Nuovo Mercato* (Itália) foram criados com o objetivo exclusivo de atrair empresas de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, como Internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia, etc. O Novo

quaisquer litígios sejam resolvidos por uma câmara arbitral que funciona como um tribunal privado, cujos árbitros são indicados pelas partes litigiosas. À decisão obtida pela câmara arbitral não cabe recurso junto aos tribunais. Desse modo, a solução de conflitos por arbitragem acelera os processos judiciais, oferecendo aos investidores uma instância mais rápida e ágil para a resolução de conflitos e questões relacionadas ao cumprimento do Regulamento de Listagem no Novo Mercado, além de qualquer outro assunto societário.²⁸ Um resumo das condições para listagem no *Neuer Markt* encontra-se no Anexo B.

O *Neuer Markt*, entretanto, por se destinar a listar somente empresas de base tecnológica e de crescimento acelerado, teve sua imagem afetada pelo estouro da chamada “bolha” das ações de tecnologia e seu encerramento foi anunciado pela Deutsche Börse para o final de 2003. Em seu lugar a bolsa alemã criará um segmento de listagem – *Prime Standard* – destinado a empresas de qualquer setor que se comprometam com regras mais exigentes em termos de *disclosure*. O *Prime Standard* conviverá com um *Domestic Standard*, o principal mercado da bolsa alemã, com as regras de listagem estabelecidas pela legislação.

2.7. A governança corporativa e o mercado de capitais brasileiro

As profundas transformações pelas quais a economia vem passando impõem a necessidade de novas formas de organização da produção para as empresas brasileiras. As exigências de aumentos de produtividade e de elevação da capacidade de competição resultam na necessidade de aumento de suas bases de capital de forma cada vez maior e mais recorrente. O mercado de capitais, na ausência dos antigos mecanismos de financiamento, passou a constituir uma alternativa para a obtenção de recursos.

As relações das empresas com os acionistas minoritários, pautadas pelos vícios tradicionais, têm evoluído. No entanto, ainda carecem de mudanças no

Mercado da BOVESPA, ao contrário, não faz qualquer restrição com relação ao setor nem se destina somente a pequenas empresas.

²⁸ Para informações atualizadas, consultar o endereço eletrônico www.bovespa.com.br/novomercado

ambiente institucional e na atuação da Comissão de Valores Mobiliários no sentido de estabelecer e fazer valer um conjunto de direitos de propriedade aos acionistas que não participam da gestão das empresas de forma a proporcionar uma alocação mais eficiente de recursos por meio dos contratos entre os investidores e as empresas de capital aberto.

As conseqüências da alocação inadequada dos direitos de propriedade de acionistas minoritários nas operações de bolsas brasileiras são adversas, tanto para os acionistas que deixam de se beneficiar de rendas potenciais resultantes de ganhos de capital e do recebimento de dividendos, quanto para as empresas que deixam de gozar dos benefícios de maior facilidade para obtenção de fundos, ganhos de liquidez e aumento do poder de barganha com bancos entre outros.

O mercado de capitais brasileiro nunca cumpriu um papel proeminente para a obtenção de recursos para investimentos de longo prazo. Segundo um estudo encomendado pela BOVESPA para a MB Associados²⁹, o mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis e instituições, porque, em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos eram limitados e podiam ser financiados pelos lucros retidos e por financiamentos oficiais baratos. Além da reduzida necessidade de recursos, as empresas têm receio de abrir seu capital porque a Lei das Sociedades Anônimas, ao distinguir as sociedades entre abertas e fechadas, impõe normas mais rígidas e um controle mais efetivo sobre as companhias que fazem oferta pública, como a obrigatoriedade de publicar demonstrações financeiras e fornecer informações mais completas, que implicam limitação da liberdade de gestão. Por outro lado, as companhias fechadas, não representando riscos para o mercado, estão sujeitas a um tratamento jurídico que lhes confere maior autonomia e simplicidade burocrática. Mais ainda, a estrutura familiar criou uma cultura avessa à abertura de capital.

A Lei da S.A. de 1976, ao aumentar o limite de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrições a tais direitos, reforçava a possibilidade de abertura de capital sem a ameaça à plena liberdade do controlador de conduzir os negócios da

²⁹ Ver BARROS et al. (2000)

companhia pela interferência dos minoritários. Esta lei na idéia de que a liquidez das bolsas se faria com ações preferenciais e não com as ações ordinárias e que as ações preferenciais fossem meros instrumentos de captação de recursos privados (OLIVEIRA 2002) semelhantes aos títulos de dívidas, sem contudo assegurar as mesmas garantias. A possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, posteriormente reduzida pela Lei 10.303,

causa prejuízos aos acionistas não-controladores, na medida que concentram todo o poder da companhia em mão de poucos; afetam de modo radical a estrutura da sociedade anônima, rompendo o equilíbrio de poder; facilitam enormemente as cessões de controle e, portanto, a formação de conglomerados e a concentração empresarial (CARVALHOSA 1997).

A política prevalecente à época entendia que o desenvolvimento deveria se dar por meio de três instrumentos de financiamento: capitais públicos de empresas estatais e bancos oficiais, capitais privados nacionais e investimentos estrangeiros submetidos à uma legislação restritiva em regime de câmbio centralizado.

Na década de 90, como consequência da crise da década anterior, diante do panorama de diversificação dos *portfólios* internacionais e das mudanças no quadro macroeconômico que impunham limitações na capacidade de investimento do Estado, houve a necessidade de tornar o mercado brasileiro mais atrativo para os grandes investidores globais, integrando-o aos chamados mercados emergentes. O governo recorreu às bolsas para viabilizar o processo de privatização das empresas estatais e à abertura aos capitais internacionais. Necessitava, portanto, um ambiente transparente e seguro para promover os leilões de privatização. Adotou a liberalização da legislação de investimentos e a adoção de um regime cambial mais livre quanto à formação de preços e aprovação de fluxos (OLIVEIRA 2002). Como resultado houve um grande aumento de investimentos via Anexo IV³⁰, que refletiu um aumento significativo no valor das ações e nos volumes negociados, que por sua vez, infelizmente, ficou restrito a poucas empresas de maior liquidez, elevando a

³⁰ O Anexo IV é um instrumento que permite o investimento direto em carteiras de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros. Os fundos estrangeiros são muito mais afeitos a regras de mercado e defensores de uma ampla liberdade de negociação com os empreendedores sobre a forma de condução dos negócios.

concentração do mercado³¹. Há evidências de que a fraca governança corporativa, devida sobretudo à emissão de uma proporção elevada de ações preferenciais que possibilita abusos do controlador, seja uma possível causa da inibição e da concentração de mercado. A incidência da CPMF nas operações de bolsa também constituiu um obstáculo para o desenvolvimento do mercado. No final da década, com o término das privatizações e a facilidade de investimentos no exterior, via *American Depositary Receipts*³² (ADR), houve uma migração de negócios para a Bolsa de Nova York e os investimentos em bolsas brasileiras voltaram a cair. Em consequência dessa migração e da concentração dos negócios internos na Bolsa de Valores de São Paulo, fechou-se o pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Atualmente, a abertura comercial expõe as empresas a uma maior competição, demandando investimentos muito maiores. A estabilização, a necessidade de retomada do crescimento, as menores margens e o fim do crédito oficial subsidiado impõem às empresas brasileiras a necessidade de buscar novas formas de financiamento. O mercado de capitais volta a despontar como uma alternativa interessante para as empresas nacionais. Dentre as formas de estímulo ao mercado de capitais iniciou-se, em 26 de junho de 2001³³, o novo pregão de governança corporativa da BOVESPA, inspirado em experiências externas de promoção dos mercados de capitais, como o *Neuer Markt* alemão.

2.7.1. As regras de governança da BOVESPA

Como as evidências sugerem que o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais, a BOVESPA instituiu um mercado específico, regulado por contratos privados entre a BOVESPA e as empresas listadas, que dispensa mudanças legislativas e, portanto, minimiza a necessidade de atuação governamental. Este

³¹ A BOVESPA ocupa a nona posição entre os mercados mais concentrados do mundo pelo critério de capitalização bursátil e a sexta posição pelo critério de valor transacionado, dados de 1996-1998 (Índice FIBV).

³² ADR's são recibos negociados no mercado norte americano, lastreados por ações de empresas estrangeiras, visto que não é permitida a negociação em Bolsa de tais ações. Um banco depositário norte americano adquire determinado volume de ações da empresa e emite os ADR's. No Brasil este tipo de recibo tem o nome Brazilian Depositary Receipt - BDR.

³³ Na inauguração do pregão de Governança Corporativa da BOVESPA houve a adesão de 16 empresas ao Nível 1, nenhuma empresa aderiu ao Nível 2 ou ao Novo Mercado.

mecanismo visa estabelecer regras que governem as relações entre as empresas que desejam se listar neste mercado específico e seus investidores. A vantagem de se estabelecer contratos privados é que eles são mais facilmente repactuáveis, podendo ser renegociados mais facilmente.

Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas minoritários, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. Alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

O novo mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de um conjunto de regras societárias e *disclosure* denominadas “boas práticas de governança corporativa”, adicionais em relação ao que é exigido pela legislação societária brasileira. Trata-se de um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores que podem contribuir para a valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia.

A BOVESPA determinou níveis de governança corporativa para a chamada “Nova Bolsa”. A adesão distingue a companhia em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa. A adesão às “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização de seus ativos.

O Nível 1 contempla as regras de transparência e dispersão acionária estabelecidas no Novo Mercado. O Nível 2 impõe à empresa e seus controladores regras mais rigorosas que as contidas no Nível 1, além das regras de transparência e dispersão acionária, exige o equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários. A grande diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é justamente a possibilidade de

ter ações preferenciais na estrutura de capital da companhia. Uma das principais obrigações suplementares às exigências da Lei 10.303 para as companhias que desejarem aderir ao Novo Mercado é a obrigatoriedade de emissão exclusiva de ações ordinárias.

Serão classificadas como Companhias detentoras de padrão de governança corporativa do Nível 1 (“Companhias do Nível 1”) aquelas que observarem as seguintes exigências (BOVESPA, s.d.a, Seção III, p.10):

- i. tenham assinado o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 1;
- ii. mantenham Percentual Mínimo de Ações em Circulação, observando, ademais, o disposto nos itens 7.3 e 8.6 [Recomposição do Percentual Mínimo após Abertura de Capital ou Alienação de Controle, dentro de 6 meses];
- iii. elaborem e divulguem demonstrações financeiras e informações trimestrais observando os requisitos estabelecidos nos itens 6.1, 6.4 e 6.5 deste Regulamento [Demonstrações dos Fluxos de Caixa, Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR e Requisitos Adicionais para as Informações Anuais – IAN];
- iv. realizem as reuniões públicas de que trata o item 6.6 deste Regulamento [Reunião Pública com Analistas];
- v. divulguem calendário anual nos termos do item 6.7 deste Regulamento;
- vi. atendam ao disposto nos itens 6.8, 6.9 e 6.10 deste Regulamento [Contatos com o Mesmo Grupo, Acordos de Acionistas e Programas de Opções de Aquisição de Ações];
- vii. observem os procedimentos estabelecidos no item 7.1 deste Regulamento [Dispersão Acionária em Distribuição Pública], nos casos de distribuição pública de ações;

- viii. apresentem prospectos, em distribuições públicas, que atendam aos requisitos do item 7.2 deste Regulamento;
- ix. estabeleçam a obrigatoriedade de os Administradores, o Acionista Controlador e os membros do conselho fiscal prestarem informações nos termos do item 9.1 deste Regulamento [Dever de Informar];
- x. não tenham Partes Beneficiárias em circulação;
- xi. exijam que os novos e membros do conselho fiscal eleitos subscrevam o Termo de Anuência dos Administradores e o Termo de Anuência dos membros do Conselho Fiscal, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BOVESPA; e
- xii. exijam que o Acionista Controlador e o Comprador, em caso de Alienação de Controle da Companhia, subscrevam o Termo de Anuência dos Controladores, na forma do item 8.5 deste Regulamento.

Serão classificadas como Companhias detentoras de padrão de governança corporativa do Nível 2 (“Companhias do Nível 2”) aquelas que observarem as seguintes exigências (BOVESPA, s.d. a, Seção IV, p.11-12):

- i. tenham assinado o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 2;
- ii. tenham adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BOVESPA;
- iii. atendam a todas as exigências do Nível 1 de Governança Corporativa;
- iv. estabeleçam que a Alienação de Controle da Companhia deve atender aos procedimentos estabelecidos na Seção VIII deste Regulamento [Alienação de Controle de Companhias do Nível 2];

- v. elaborem e divulguem as demonstrações financeiras, as demonstrações consolidadas e as informações trimestrais observando os requisitos dos itens 6.2 e 6.3 deste Regulamento [Demonstrações Financeiras Elaboradas de Acordo com Padrões Internacionais e Informações Trimestrais em Inglês ou Elaboradas de Acordo com Padrões Internacionais³⁴];
- vi. atendam aos procedimentos da Seção X deste Regulamento [Cancelamento de Registro de Companhia Aberta por Companhias do Nível 2] em caso de cancelamento de registro de companhia aberta;
- vii. observem, na eleição do Conselho de Administração, o mandato unificado de 1(um) ano e as demais disposições da Seção V deste Regulamento [Conselhos de Administração das Companhias do Nível 2];
- viii. comprometam-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada a este Regulamento, ao Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e às suas relações com Administradores e acionistas por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem³⁵; e
- ix. se tiverem emitido ações preferenciais, confirmam direito de voto a essa espécie de ações, no mínimo, nas seguintes matérias: (a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; (b) aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembléia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia,

³⁴ As demonstrações financeiras e demonstrações consolidadas devem obedecer aos padrões do American Generally Accepted Accounting Principles – US GAAP ou International Accounting Standards – IAS.

³⁵ A BOVESPA instituiu uma Câmara Arbitral, com base nos dispositivos da Lei No. 9.307/96 como uma alternativa para solução de controvérsias, com a vantagem de trazer mais agilidade e economia, menos formalismo, além de árbitros especializados (para maiores informações sobre as regras de funcionamento da câmara, consultar o folheto Câmara de Arbitragem do Mercado, publicado pela BOVESPA).

conforme o item 10.1.1; e (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas neste item 4.1, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Porém, esta não é a única. Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado³⁶ tem como obrigações adicionais (BOVESPA, s.d.c):

- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; e

³⁶ Algumas exigências, anteriormente previstas no regulamento do Novo Mercado, foram retiradas do mesmo, pois se tornaram obrigatórias pela Lei 10.303 e pela Instrução 358 da CVM. Dentre elas, podemos exemplificar a exclusão da proibição de emissão de partes beneficiárias e exclusão da exigência de convocar assembléia com pelo menos 15 dias de antecedência, ambas incluídas na Lei 10.303.

- cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

A exemplo do ocorrido com o *Neuer Markt* alemão, alguns incentivos e outras iniciativas institucionais têm sido praticados para estimular o desenvolvimento dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado. O Conselho Monetário Nacional passou a permitir às entidades fechadas de previdência privada investimentos percentualmente maiores em ações de companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa; o "Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas" do BNDESPAR dá preferência, como um dos requisitos para a concessão de financiamentos, às companhias que adotam as práticas de boa governança corporativa. O Conselho de Administração da BOVESPA, por meio da Resolução n.º 280/02-CA, deliberou que as empresas que solicitarem registro nesta Bolsa e que, simultaneamente, estiverem pleiteando o registro de distribuição pública, primária ou secundária de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de emissão da companhia na CVM, deverão aderir, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Caso se trate de distribuição pública secundária em que o acionista controlador não participe como ofertante vendedor, a empresa estará dispensada dessa exigência.

O QUADRO 1 mostra as empresas constantes dos níveis diferenciados 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado em 22/4/2003.

QUADRO 1
Empresas constantes dos Níveis Diferenciados 1 e 2 e do Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA em 22/4/2003

Razão Social	Nome de pregão	Código da ação	Tipo da ação	Data de adesão	Nível de GC
Aracruz Celulose S/A	ARACRUZ	ARCZ6	PNB	16/04/2002	1
Bco Itaú Holding Financeira S/A	ITAUBANCO ¹	ITAU4	PN	26/06/2001	1
Bco Bradesco S/A	BRADESCO	BBDC4	PN	26/06/2001	1
Bradespar S/A	BRADSPAR	BRAP4	PN	26/06/2001	1
Brasil Telecom Participações S/A	BRASIL T PAR	BRTP4	PN	09/05/2002	1
Brasil Telecom S/A	BRASIL TELECOM	BRT04	PN	09/05/2002	1
Braskem S/A	BRASKEM	BRKM5	PNA	04/09/2002	1
Cia Energética de Minas Gerais – Cemig	CEMIG	CMIG4	PN	17/10/2001	1
Cia Hering	CIA HERING	HGTX4	PN	13/12/2002	1
Gerdau S/A	GERDAU	GGBR4	PN	26/06/2001	1
Itausa Investimentos Itaú S/A	ITAUSA	ITSA4	PN	26/06/2001	1
Klabin S/A	KLABIN S/A	KLBN4	PN	10/12/2002	1
Mangels Industrial S/A	MANGELS INDL	MGEL4	PN	21/03/2003	1
Perdigão S/A	PERDIGAO S/A	PRGA4	PN	26/06/2001	1
Randon Participações	RANDON PART	RAPT4	PN	26/06/2001	1
Ripasa S/A Celulose e Papel	RIPASA	RPSA4	PN	12/11/2001	1
Rossi Residencial S/A	ROSSI RESID	RSID3	ON	11/02/2003	1
Sadia S/A	SADIA S/A	SDIA4	PN	26/06/2001	1
Cia Transmissão Energia Eletr Paulista	TRAN PAULIST	TRPL4	PN	18/09/2002	1
União de Bancos Brasileiros S/A	UNIBANCO	UBBR4	PN	26/06/2001	1
Unibanco Holdings S/A	UNIBANCO HLD ²	UBHD	PN	26/06/2001	1
Votorantim Celulose e Papel S/A	VCP	VCPA4	PN	14/11/2001	1
Varig S/A Viação Aérea Riograndense	VARIG	VAGV4	PN	26/06/2001	1
Varig Partic em Serv Complementares S/A	VARIG SERV	VPSC4	PN	26/06/2001	1
Varig Partic em Transportes Aéreos S/A	VARIG TRANSP	VPTA4	PN	26/06/2001	1
S/A Fabr de Prods Alimentícios Vigor	VIGOR	VGOR4	PN	04/10/2001	1
Weg S/A	WEG	ELMJ4	PN	26/06/2001	1
Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A	CELESC	CLCS6	PNB	26/06/2002	2
Marcopolo S/A	MARCOPOLO	POMO4	PN	26/06/2001	2
Net Serviços de Comunicação	NET ³	PLIM4	PN	26/06/2001	2
Cia de Concessões Rodoviárias	CCR RODOVIAS	CCRO3	ON	01/02/2002	NM
Cia de Saneamento Básico Est São Paulo	SABESP	SBSP3	ON	26/06/2001	NM

Fontes: BOVESPA: listagem; Economática: Código, exceto Unibanco Holdings S/A; DE CARVALHO (2003): data de adesão; e Empresas: para o código da Unibanco Holdings S/A e para as datas de adesão não disponíveis em DE CARVALHO (2003).

Notas:

1 – Antigo BCO ITAU S/A;

2 – As ações da Unibanco Holdings S/A UBHD não são negociadas, a companhia negocia ações do tipo UNT, composta por uma ação preferencial do UNIBANCO e uma ação preferencial da Unibanco Holdings S/A.

3 – Antiga GLOBO CABO

3. Pesquisa empírica

3.1. Abordagem metodológica e método estatístico

Trata-se de um estudo empírico-analítico. A pesquisa realizada, segundo MARTINS (1994), tem caráter quantitativo inferencial com o propósito de analisar as cotações de venda para possibilitar generalizações sobre os efeitos da adoção de boas práticas de governança corporativa a partir da análise das empresas listadas nos pregões de governança da BOVESPA.

O método estatístico usado é o teste não-paramétrico de Wilcoxon para a comparação da identidade de duas populações que não depende da forma da distribuição da população, mas dos postos³⁷ (*ranks*). Este método tem a vantagem de ser aplicável a pequenas amostras e para situações em que a variável de interesse tenha comportamento desconhecido, embora seja, em geral, mais fraco que um teste paramétrico equivalente. Neste caso o teste será aplicado aos dados emparelhados de cotações de fechamento dos preços das empresas que aderiram ao pregão de governança da BOVESPA, de modo que são homogêneos em todos os sentidos, exceto no que diz respeito ao fato da adesão. Este procedimento é adequado quando as observações são feitas na mesma entidade antes e depois da ocorrência de um evento. Serão considerados dois grupos: um grupo, composto pelas empresas que aderiram, e um grupo de controle³⁸, composto pelas empresas integrantes do índice BOVESPA³⁹ (IBOVESPA). A finalidade do grupo de controle é isolar a influência do demais fatores que afetam os preços das ações. Na realidade, o IBOVESPA pode, dependendo do período considerado, também incluir algumas das empresas que aderiram ao pregão de governança. Para efeito do teste, desconsideraremos, por hora, esse fato.

³⁷ Para testes de significância para postos e sinais consultar STEVENSON (1881, cap. 13)

³⁸ Para projeto antes-depois com grupo de controle ver MARCONI e LAKATOS (2000, p. 242)

³⁹ O IBOVESPA é recomposto trimestralmente e integrado pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado nos doze meses anteriores à formação da carteira.

FIGURA 1
Ilustração do método “antes e depois”, com grupo de controle

	Empresas que aderiram (Grupo experimental)	Componentes do IBOVESPA (Grupo de controle)
Variável antes	Sim (X_1)	Sim (X'_1)
Variável experimental (Adesão)	Sim	Não
Variável depois	Sim (X_2)	Sim (X'_2)

A comparação das situações antes e depois possibilita concluir sobre o efeito do tratamento. Se os resultados antes e depois forem idênticos, as somas dos postos das diferenças positivas e negativas deverão ser próximas; caso contrário, H_0 deverá ser rejeitada.

Os dados serão analisados com o auxílio do *software* estatístico SPSS versão 11.0 que contém as tabelas que dão os valores críticos das somas de postos.

3.2. Estrutura analítica e definição das variáveis de estudo

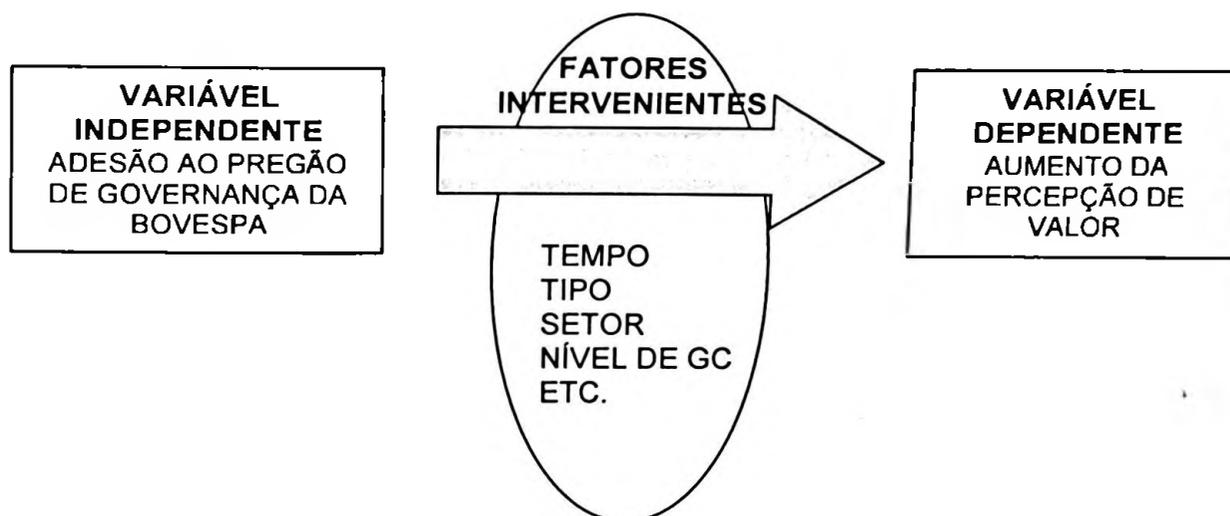
O propósito deste estudo, conforme definido, é investigar se existem variações significativas na cotação das ações negociadas em função da adesão das companhias ao regulamento de governança corporativa da BOVESPA, indicando se há suporte para a hipótese de que o mercado brasileiro atribui valor econômico à governança corporativa, o que pode ser representado pelo modelo conceitual da FIG. 2.

Variável independente

Representada pela adesão às práticas de governança corporativa da BOVESPA. Assim, a variável assume dois estados: adesão ou não-adesão.

Variável dependente: Aumento da percepção de valor, representada pelo valor negociado das ações na bolsa de valores depois da adesão às práticas de governança corporativa.

FIGURA 2
Modelo Conceitual



Fatores intervenientes:

Diversos são os potenciais fatores que intervêm no preço de negociação das ações no pregão de governança, dentre os quais podemos citar: o tempo decorrido desde a adesão⁴⁰; o grau de concentração da propriedade; o tipo das ações (ordinárias ou preferenciais); o setor de atuação da empresa, o nível da taxa de juros básicos da economia e o nível de governança adotado. Sobre os fatores intervenientes não são feitos tratamentos analíticos, entretanto, aplicam-se algumas parametrizações para considerar o seu efeito.

Para levar em conta a influência do período decorrido desde a adesão ao pregão de governança, consideram-se duas situações: **Situação 1** – a análise dos

⁴⁰ Idealmente deveria ser considerada a data de divulgação da adesão da companhia ao pregão de governança, que é a informação relevante para a tomada de decisão dos investidores. No entanto, na grande maioria dos casos não é possível precisar uma data de divulgação da intenção de adesão. Acredita-se que apenas algumas poucas empresas, como a Petrobrás, divulgaram “fato relevante” concernente à sua participação no Novo Mercado. Outras empresas, por sua vez, divulgaram a intenção de participação sem terem efetivado sua inscrição até a presente data.

valores negociados, para 12 das 16 empresas que ingressaram simultaneamente no pregão na data de sua inauguração (26/06/2001), num período correspondente a 30 pregões antes e 30 pregões depois do dia 26/06/2001 (inclusive). **Situação 2** – para 23 das 31 empresas que ingressaram até a data de 14/03/2003, foram considerados, como situação “antes”, períodos correspondentes a 30 pregões anteriores ao dia 26/6/2001, quando nenhuma delas havia ainda aderido e 30 pregões posteriores ao dia 14/03/2003 (inclusive). A data de 14/3/2003 foi escolhida porque o fim do período dos 30 pregões subseqüentes corresponde à data de 28/4/2003, final do período estudado. As datas de ingresso de cada companhia constam do QUADRO 1.

Com relação ao tipo das ações, entre as ordinárias e preferenciais, foram escolhidas, sempre que apresentassem dados disponíveis, as preferenciais - PNs porque representam menores direitos de voto e portanto são mais sensíveis à introdução das regras de governança da BOVESPA. Uma segunda razão refere-se ao fato de serem, em geral, as mais negociadas, fornecendo dados mais relevantes para o estudo. Na ausência de dados disponíveis, foram escolhidos outros tipos de ações. Uma exceção foi o caso da Unibanco Holdings S/A que foi desprezada por não ter as suas ações UBHD negociadas e que, por ser uma *holding* constituída para controlar unicamente o ativo UNIBANCO, foi considerada suficientemente representada pelas ações preferenciais UBBR4 da União de Bancos Brasileiros, já integrantes da pesquisa (as categorias e os códigos de ações pesquisadas constam do QUADRO 1).

Os dados não foram parametrizados por setor de atuação e por nível de governança adotado porque resultariam amostras extremamente pequenas para qualquer estimativa confiável.

Quanto a alguns dos demais fatores, como a taxa de juros, por exemplo, é razoável supor que o grupo de controle isole satisfatoriamente seus efeitos.

Foram assumidas as premissas de que o valor negociado das ações expressa bem e é, portanto, uma boa *proxy* do valor atribuído pelos investidores à empresa e de que a inclusão de algumas empresas simultaneamente no IBOVESPA e no pregão de governança, por ora, não é relevante.

3.3. Levantamento dos dados populacionais

Foram consideradas todas as empresas que aderiram às regras de governança corporativa da BOVESPA nos dois intervalos de tempo correspondentes às situações 1 e 2 descritas acima. Os dados foram depurados e foram excluídas as companhias Unibanco Holdings S/A nas duas situações; a Varig Partic em Serv Complementares S/A, a Varig Part em Transportes Aéreos S/A, a Cia Hering e a S/A Fabr de Prods Alimentícios Vigor, também nas duas situações porque apresentavam um número extremamente baixo de presenças nos pregões do período e a Cia de Concessões Rodoviárias porque não estava presente no primeiro período da situação 2. A Mangels Industrial S/A aderiu ao pregão em 21/03/2003, fora, portanto, da data limite de 14/03/2003 para inclusão no estudo. Foram excluídas também a VCP e a NET pois apresentavam dados aparentemente incongruentes entre os dois períodos.

Os dados dos preços de fechamento dos pregões foram coletados diretamente das séries históricas dos Bancos de Dados da Economática. Conseqüentemente, são dados reais de negócios fechados com os papéis. Foram selecionadas as cotações em R\$ (reais) ajustadas por proventos, inclusive dividendos. Foram também coletados dados do IBOVESPA e do IGC. Os dados primários das cotações de fechamento e dos índices IBOVESPA e IGC encontram-se descritos nos ANEXOS C e D respectivamente.

3.4. Tratamento dos dados

Uma análise preliminar descritiva dos dados de evolução percentual do IGC comparativamente ao IBOVESPA (TAB. 2 e TAB. 3; GRAF. 1 e GRAF.2), mostra uma evolução positiva maior do IGC em relação ao IBOVESPA a partir de 25/06/2001, constituindo uma primeira indicação de que as empresas integrantes do pregão de governança apresentam desempenho melhor tanto na Situação 1 como na Situação 2.

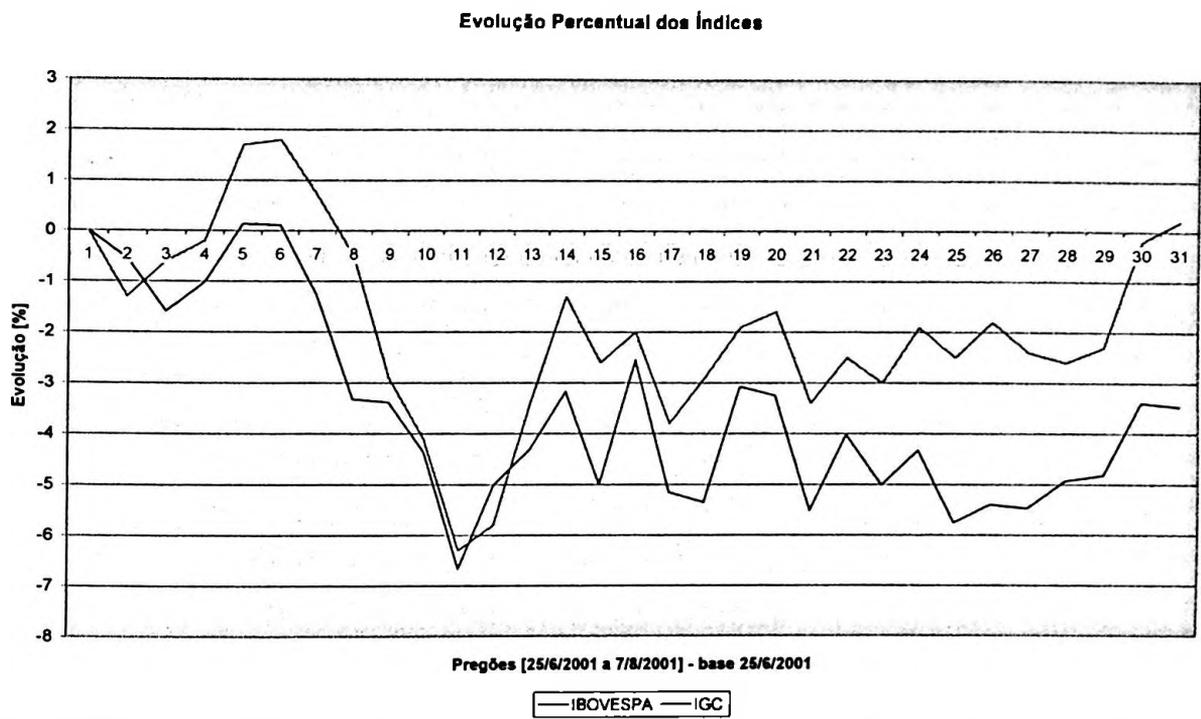


GRÁFICO 1 – Evolução percentual dos índices Bovespa e IGC para a Situação 1 (apenas para os 30 primeiros pregões posteriores à inauguração do pregão de Governança Corporativa da BOVESPA em 26/06/2001).

Nota 1 – A base refere-se à data de 25/06/2001, dia anterior ao início do pregão de Governança Corporativa.

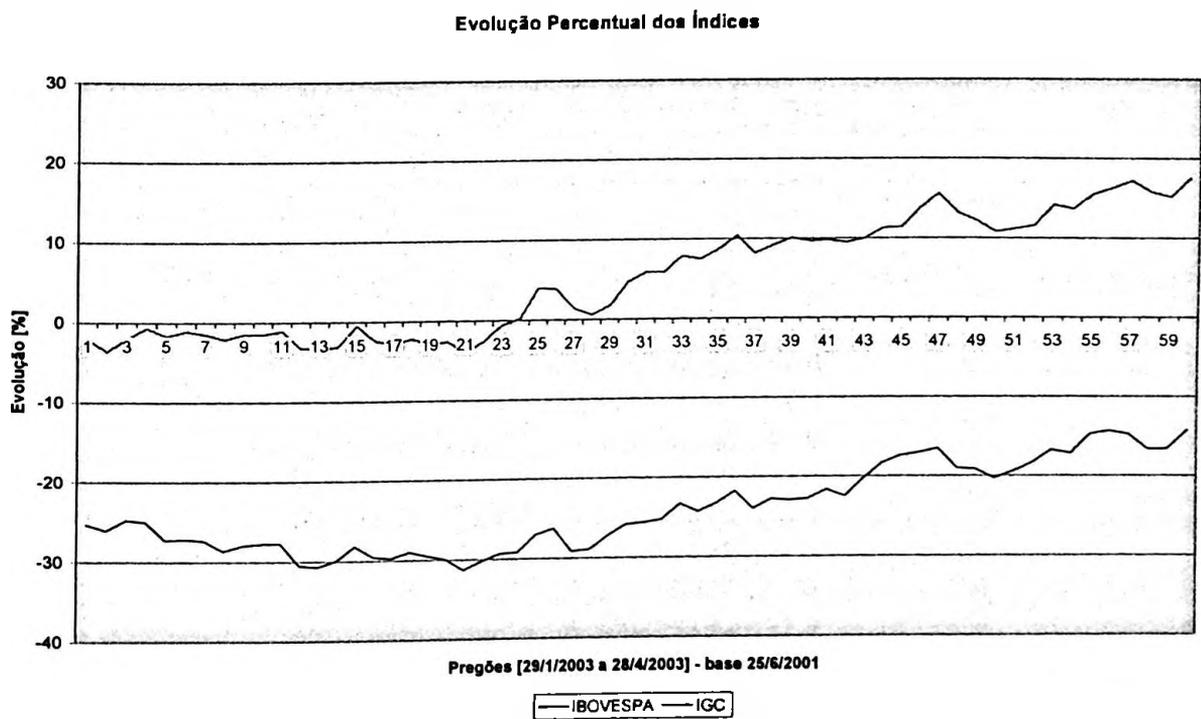


GRÁFICO 2 – Evolução percentual dos índices Bovespa e IGC para a Situação 2 (30 pregões anteriores e 30 pregões posteriores à data de 14/03/2003, referência para o encerramento do período de investigação).

Nota 1 - A base refere-se à data de 25/06/2001, dia anterior ao início do pregão de Governança Corporativa.

A evolução percentual foi calculada dividindo-se a diferença de cotação dos índices entre a data indicada para cada empresa \hat{Ind}_{Di} e a data-base de 25/06/2001 pela cotação da data-base e multiplicando-se o resultado por 100.

Esses resultados devem ser vistos apenas como uma primeira indicação, visto que as fórmulas de cálculo dos índices têm sistemáticas diferentes. O IGC, por exemplo, pondera o valor das ações em função dos níveis de adesão.

TABELA 2
Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC – Situação 1
(data – base 25/06/2001)

Data	IBOVESPA	IGC
26/6/2001	-0.550244171	-1.3
27/6/2001	-1.588830043	-0.6
28/6/2001	-1.024829768	-0.2
29/6/2001	0.137561043	1.7
2/7/2001	0.110048834	1.8
3/7/2001	-1.286195749	0.7
4/7/2001	-3.322099182	-0.5
5/7/2001	-3.384001651	-2.9
6/7/2001	-4.353807002	-4.1
9/7/2001	-4.353807002	-4.1
10/7/2001	-6.671710572	-6.3
11/7/2001	-5.007221955	-5.8
12/7/2001	-4.312538689	-3.4
13/7/2001	-3.170782035	-1.3
16/7/2001	-5.007221955	-2.6
17/7/2001	-2.551757342	-2
18/7/2001	-5.15166105	-3.8
19/7/2001	-5.351124562	-2.9
20/7/2001	-3.074489305	-1.9
23/7/2001	-3.246440608	-1.6
24/7/2001	-5.516197813	-3.4
25/7/2001	-4.016782447	-2.5
26/7/2001	-5.014100007	-3
27/7/2001	-4.326294793	-1.9
30/7/2001	-5.750051585	-2.5
31/7/2001	-5.399270926	-1.8
1/8/2001	-5.4749295	-2.4
2/8/2001	-4.931563381	-2.6
3/8/2001	-4.821514547	-2.3
6/8/2001	-3.390879703	-0.2
7/8/2001	-3.466538276	0.2

TABELA 3
Evolução percentual dos índices IBOVESPA e IGC – Situação 2
(data-base 25/06/2001)

Data	IBOVESPA	IGC	Data	IBOVESPA	IGC
29/1/2003	-25.28371965	-2.1	14/3/2003	-25.60011005	5.9
30/1/2003	-26.06093954	-3.6	17/3/2003	-25.20806108	5.9
31/1/2003	-24.74723158	-2	18/3/2003	-23.30971869	7.9
3/2/2003	-24.9604512	-0.7	19/3/2003	-24.3001582	7.5
4/2/2003	-27.25084256	-1.7	20/3/2003	-23.25469427	8.7
5/2/2003	-27.15454983	-1.1	21/3/2003	-21.74840085	10.4
6/2/2003	-27.33337919	-1.5	24/3/2003	-23.9837678	8.2
7/2/2003	-28.60581883	-2.1	25/3/2003	-22.74571841	9.2
10/2/2003	-27.92489167	-1.5	26/3/2003	-22.92454777	10.1
11/2/2003	-27.71855011	-1.5	27/3/2003	-22.73884036	9.7
12/2/2003	-27.71855011	-1.1	28/3/2003	-21.61771786	9.8
13/2/2003	-30.48352707	-3.2	31/3/2003	-22.46371827	9.5
14/2/2003	-30.66923447	-3.3	1/4/2003	-20.26961964	10
17/2/2003	-29.92640484	-3.1	2/4/2003	-18.34376505	11.3
18/2/2003	-28.13123323	-0.5	3/4/2003	-17.42210606	11.4
19/2/2003	-29.49308756	-2.4	4/4/2003	-17.01630098	13.8
20/2/2003	-29.73381938	-2.8	7/4/2003	-16.53483733	15.6
21/2/2003	-28.94972144	-2.2	8/4/2003	-18.99030195	13.2
24/2/2003	-29.47933145	-2.8	9/4/2003	-19.12786299	12.2
25/2/2003	-29.90577069	-2.6	10/4/2003	-20.2764977	10.8
26/2/2003	-31.26074696	-3.9	11/4/2003	-19.40298507	11.2
27/2/2003	-30.18777082	-2.6	14/4/2003	-18.33688699	11.6
28/2/2003	-29.29362405	-0.6	15/4/2003	-16.73430085	14.2
5/3/2003	-29.12167274	0.2	16/4/2003	-17.16761813	13.7
6/3/2003	-26.98947658	4	17/4/2003	-14.74654378	15.5
7/3/2003	-26.24664695	3.9	22/4/2003	-14.35449481	16.3
10/3/2003	-29.10103859	1.4	23/4/2003	-14.75342183	17.2
11/3/2003	-28.88781897	0.6	24/4/2003	-16.63800812	15.8
12/3/2003	-27.2164523	1.7	25/4/2003	-16.5967398	15.2
13/3/2003	-25.83396382	4.7	28/4/2003	-14.28571429	17.6

Para aplicar o teste de Wilcoxon usando as empresas integrantes do índice IBOVESPA como grupo de controle, são calculados os retornos de cada uma das empresas integrantes do pregão de governança, tanto para a Situação 1, como para a Situação 2, em relação ao IBOVESPA.

Os retornos, tanto para as cotações de fechamento das ações das companhias, como para as cotações do IBOVESPA, são calculados extraindo-se a raiz i -ésima para cada data D_i do resultado da divisão do valor da cotação na data Cot_{D_i} pela

cotação nas datas-base, de 14/5/2001 e 25/6/2001 para as condições antes e depois na situação 1 e 14/5/2001 e 14/3/2003 para as condições antes e depois na situação 2.

$$R_i = \sqrt[i]{Cot_{D_i} / Cot_{data-base}}$$

Os valores dos retornos calculados encontram-se no ANEXO E. Como algumas empresas não estiveram presentes em todos os pregões, foi feita uma interpolação linear simples entre os valores extremos das cotações disponíveis, de forma a ser obter o máximo possível de valores de retornos visando melhorar a qualidade da regressão feita em relação ao IBOVESPA.

Os retornos de cada uma das empresas integrantes do pregão de governança, tanto para a Situação 1, como para a Situação 2, em relação ao IBOVESPA são calculados por meio de uma regressão linear simples, onde:

$$Retorno_{Cia\ i} = K_{Cia\ i} + B_{Cia\ i} \times Retorno_{IBOVESPA}$$

Onde:

$K_{Cia\ i}$ é uma constante que depende de cada companhia;

$B_{Cia\ i}$ é o coeficiente angular da reta de regressão.

Os GRÁFICOS 3 a 6, relativos à companhia Bco Bradesco S/A, ilustram as regressões realizadas para todas as empresas nas situações 1 e 2 antes e depois.

Os valores dos $B_{Cia\ i}$ para os valores “antes” e “depois” da adesão de cada uma das empresas analisadas encontram-se nas TABELAS 4 e 5.

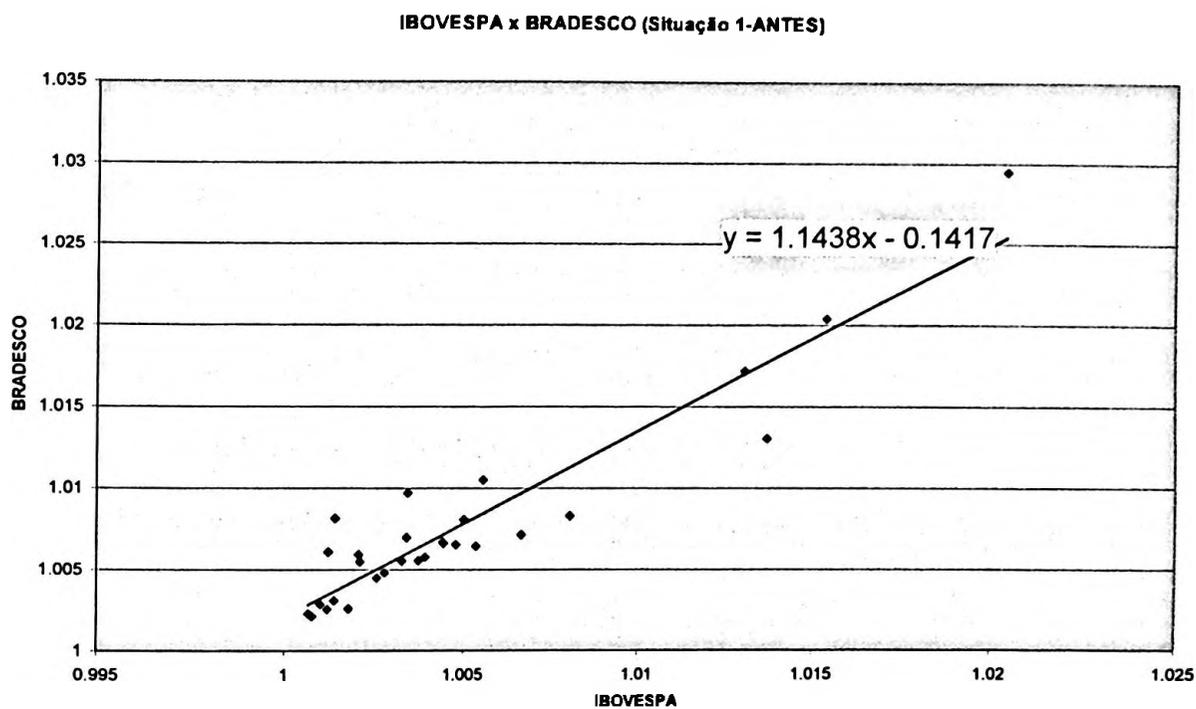


GRÁFICO 3 – Coeficiente angular $B_{\text{Bradesco-antes}}$ da reta de regressão para a Situação 1 (30 primeiros pregões anteriores à data de 26/06/2001).

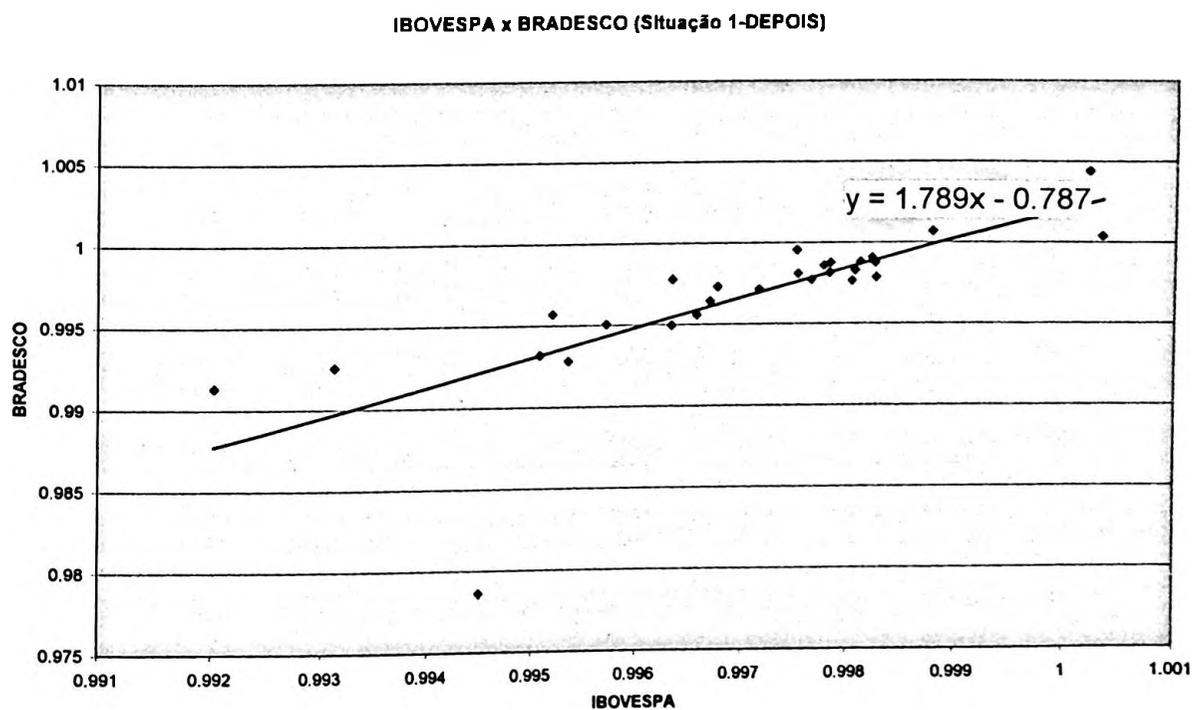


GRÁFICO 4 – Coeficiente angular $B_{\text{Bradesco-depois}}$ da reta de regressão para a Situação 1 (30 primeiros pregões posteriores à data de 26/06/2001).

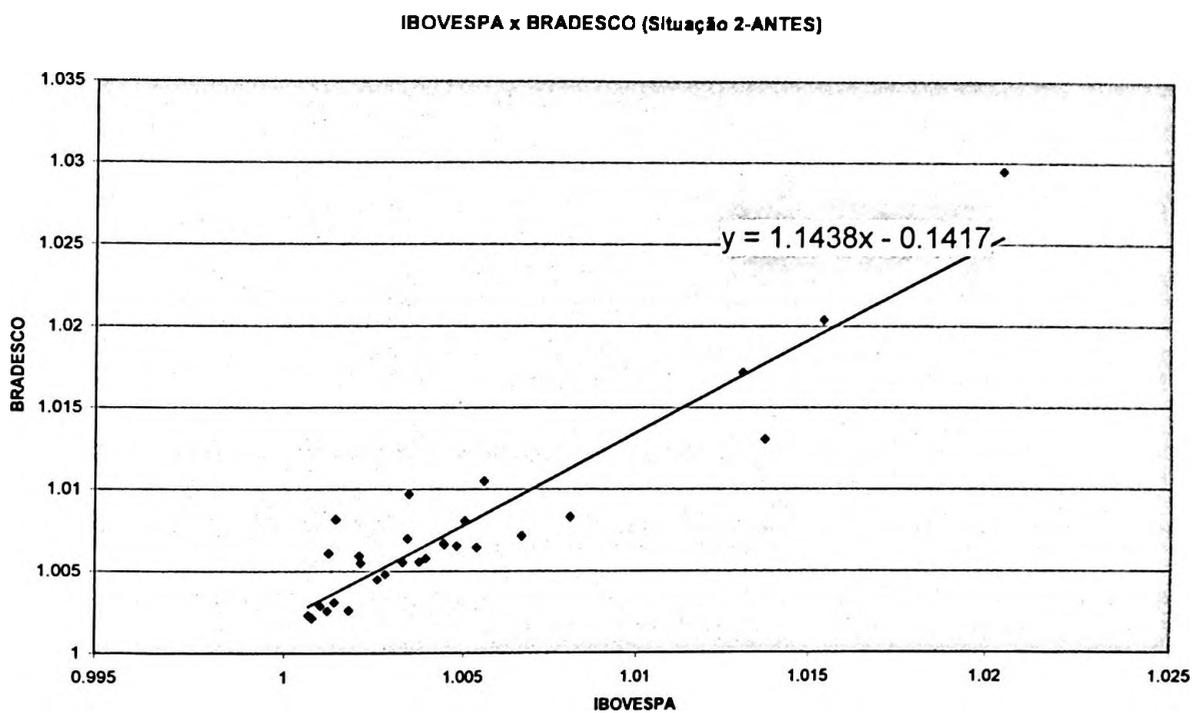


GRÁFICO 5 – Coeficiente angular $B_{Bdadesco-antes}$ da reta de regressão para a Situação 2 (30 primeiros pregões anteriores à data de 14/05/2001).

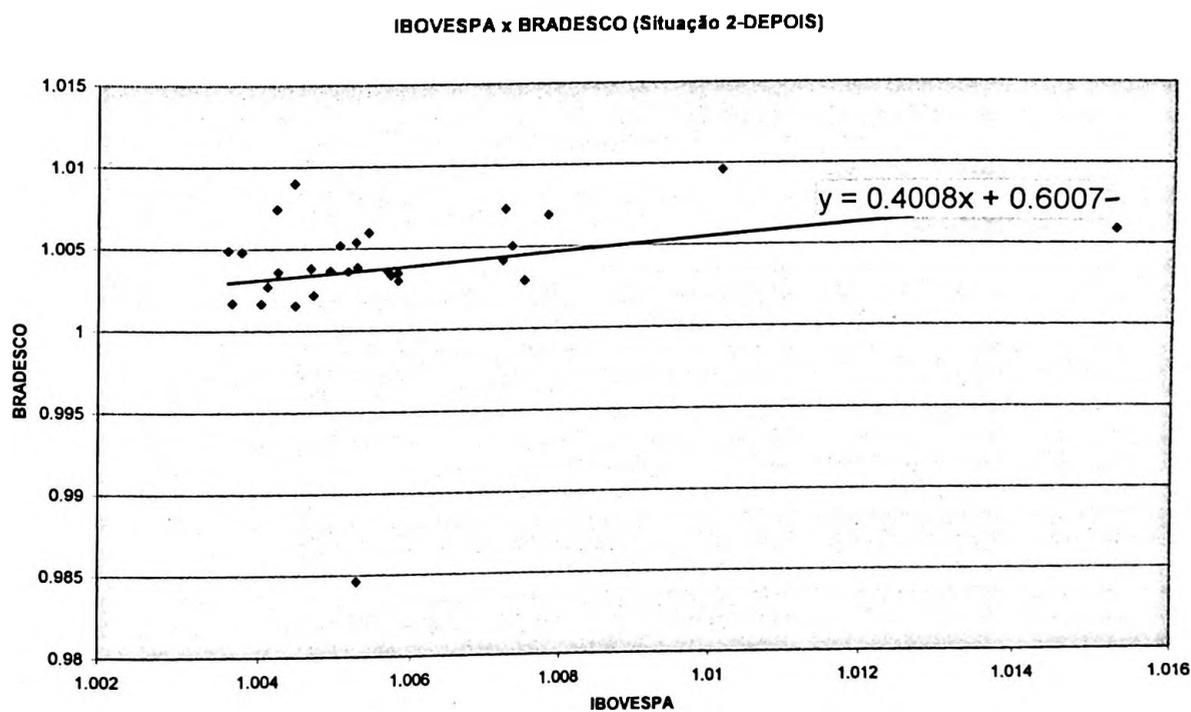


GRÁFICO 6 – Coeficiente angular $B_{Bdadesco-depois}$ da reta de regressão para a Situação 2 (30 primeiros pregões posteriores à data de 14/03/2003).

TABELA 4
 Coeficiente angular da reta de regressão dos retornos em relação ao IBOVESPA
 Situação 1 – 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Companhia	<i>B</i> antes	<i>B</i> depois
BRADESCO	1.1438	1.789
BRADESPAR	1.1734	-1.3373
GERDAU	2.2261	3.033
ITAUSA	1.2972	0.929
PERDIGÃO S/A	-0.4931	-1.1191
RANDON PART	-0.1449	-1.1118
SABESP	1.3218	1.4479
SADIA S/A	0.9426	1.2177
UNIBANCO	-0.6121	-0.5396
VARIG	0.51	1.7872
WEG	0.1954	-0.9772
ITAUBANCO	1.6943	3.2788

TABELA 5

Coeficiente angular da reta de regressão dos retornos em relação ao IBOVESPA
Situação 2 – 29 pregões antes de 26/06/2001 e 29 pregões depois de 14/03/2001

Companhia	B_{antes}	B_{depois}
BRABESCO	1.1438	0.4008
BRABESPAR	1.1734	0.0777
GERDAU	2.2261	-0.331
ITAUSA	1.2972	0.527
PERDIGÃO S/A	-0.4931	0.246
RANDON PART	-0.1449	-0.2006
SABESP	1.3218	0.2628
SADIA S/A	0.9426	0.0449
UNIBANCO	-0.6121	2.1491
VARIG	0.51	-0.6123
WEG	0.1954	0.1032
ARACRUZ	0.0245	-0.827
BRASIL TPAR	0.709	1.0845
BRASIL TELEC	0.7994	0.679
BRASKEM	-1.0467	0.9137
CEMIG	-0.0232	1.7901
ITAUBANCO	1.6943	0.9311
KLABIN	0.4008	1.4762
RIPASA	1.0047	0.0166
ROSSI RESID	0.0193	0.5755
TRAN PAULIST	1.4506	-0.8745
CELESC	0.9021	0.0777
MARCOPOLO	0.318	0.4557

Para verificar se o valor dos retornos das ações das empresas que aderiram às regras de governança corporativa sofreu alguma alteração, o teste de Wilcoxon será realizado, para os dois grupos de valores dos B_{antes} e B_{depois} com a seguinte hipótese de que os retornos não tenham variado.

A Hipótese nula, portanto, é que os retornos antes e depois são os mesmos e a hipótese alternativa é que os retornos são diferentes,

$$H_0 : B_{antes} = B_{depois}$$

ou

$$H_0 : B_{antes} - B_{depois} = 0$$

e

$$H_1 : B_{antes} \neq B_{depois}$$

cuja estatística é dada por

$$W = \frac{m(m + 2n + 1)}{2} - U$$

em que:

W : estatística de Wilcoxon

m : número de observações no menor grupo

n : número de observações no maior grupo

U : equação de Mann-Whitney

$$U = N_{antes} \cdot N_{depois} + \frac{N_{antes} (N_{depois} + 1)}{2} - T_{antes}$$

N_{antes} e N_{depois} : é o tamanho da amostra dos dois grupos

T_{antes} : soma dos postos de uma das amostras

4. Análise dos resultados do teste

Na **Situação 1**, relativa a 12 das 16 empresas que ingressaram simultaneamente no pregão na data de sua inauguração (26/06/2001) – em um período correspondente a 30 pregões antes e 30 pregões depois do dia 26/06/2001 (inclusive), o nível descritivo do teste foi igual a 0.937, não permitindo rejeitar H_0 com 5% de nível de significância, indicando que não há suporte para a hipótese de que a adesão às regras de governança da BOVESPA altere os retornos das empresas listadas em relação ao IBOVESPA.

Na **Situação 2**, relativa a 23 das 31 empresas que ingressaram até a data de encerramento da pesquisa (14/03/2003), foram considerados, como situação “antes”, períodos correspondentes a 30 pregões anteriores ao dia 26/06/2001, quando nenhuma delas havia ainda aderido e 30 pregões posteriores ao dia 14/03/2003, o nível descritivo do teste foi igual a 0.248, também não permitindo rejeitar H_0 , indicando que não há suporte para a hipótese de que a adesão às regras de governança da BOVESPA altere os retornos das empresas listadas em relação ao IBOVESPA nesse período.

5. Conclusão

5.1. Considerações finais

O fato de não haver alteração significativa nos retornos das empresas listadas no pregão de governança num período equivalente a 30 pregões ao redor da data da adesão simultânea de um conjunto de 12 empresas indica que, possivelmente, o retorno, em termos de alteração do valor negociado das ações, não é afetado pela adesão. Assumindo-se que o período é muito curto para evidenciar mudança significativa no desempenho das empresas, seja em razão de um aumento de sua eficiência ou da capitalização de eventuais benefícios e incentivos advindos da adesão, a falta de evidência de que a adesão exerça influência sobre o valor negociado pode indicar que, na hipótese da informação sobre a adesão ser relevante e afetar as decisões de investimento, como indica a literatura, possivelmente já tenha sido incorporada aos preços antes da adesão, dado que a informação já poderia estar disponível, ou que os investidores demandam um tempo superior a 30 pregões para reagir e o efeito não foi capturado no teste.

A falta de evidência de que os valores dos preços sejam afetados pelo ingresso no pregão de governança permite ainda a consideração de algumas possibilidades: a primeira, que parece pouco provável, consideradas as análises teóricas e os fatos observados em outras economias, é que a definição e a garantia de direitos mais claros de propriedade não representa valor para os investidores; a segunda parece indicar que os investidores não aceitam as regras como críveis, o que parece mais razoável, dada a tradição brasileira de violação dessas regras e os diversos ardis utilizados pelos agentes para evitá-las. A história recente das privatizações, por exemplo, demonstrou a disposição do governo em alterar a Lei das S. A., retirando direitos dos acionistas minoritários, para viabilizar transações de seu interesse.

Por outro lado, mesmo quando considerado um período mais longo de tempo, no caso em estudo, de aproximadamente 21 meses, os resultados também não confirmam que existe variação significativa nos retornos, quando se comparam períodos de 30 pregões. A falta de evidência de que a adesão exerça influência sobre

o valor negociado pode indicar, além das razões já mencionadas para o caso 1, que os investidores não são mais propensos a investir em companhias listadas e o tempo decorrido desde a adesão, neste caso, é suficiente para manifestar esta tendência.

Também pode ter ocorrido o fato de que a presença simultânea de empresas no grupo de estudo (presença no pregão de governança corporativa) e no grupo de controle (presença no IBOVESPA) não seja irrelevante para o teste, conforme se supunha como premissa, e os resultados tenham sido afetados adversamente por essa circunstância. Finalmente, é possível que outras variáveis não controladas, sejam determinantes na decisão dos investidores.

5.2. Limitações do estudo

Os resultados apresentados devem ser vistos com muitas reservas. Existem tanto limitações devido ao método aplicado, como devido à natureza e à quantidade das informações: o grupo de controle usado, constituído pelas empresas integrantes do IBOVESPA, pode incluir algumas das empresas estudadas; o IBOVESPA varia a composição de sua carteira trimestralmente, sendo, portanto, um grupo de controle variável; o próprio grupo estudado também varia sua composição ao longo do tempo, visto que apenas 12 das empresas estudadas aderiram simultaneamente e as demais seguiram aderindo em datas diferentes; várias empresas estudadas não foram cotadas em diversos pregões durante os períodos estudados, o que afetou a análise estatística, em particular as regressões dos retornos em relação ao IBOVESPA; o teste aplicado não leva em consideração a magnitude das variações de retorno, considerando apenas se ocorreu variação positiva ou negativa, resultando ainda que as empresas foram consideradas com o mesmo grau de importância, independentemente de seu tamanho ou dos volumes negociados.

Neste estudo consideramos apenas as empresas que tomaram a decisão de aderir aos pregões de governança da BOVESPA, o que não implica que outras que não tenham optado pela listagem, e que portanto não foram incorporadas ao estudo, não atendam aos critérios de boas práticas de governança.

A incipiência da Nova Bolsa, por outro lado, ainda não proporciona dados suficientes para uma melhor análise estatística. Por outro lado, seria necessário analisar outros fatores que afetam os preços negociados, como os fatores que influenciam a decisão da empresa de aderir às regras de governança, o papel dos conselhos, o monitoramento por grandes investidores não-controladores, o risco de *takeover* hostil, a opção de ações como componente de pacotes de remuneração dos executivos, além da interação entre esses fatores e outros diversos mecanismos de governança, cujos efeitos não são óbvios, e outras implicações normativas. Deixamos também de considerar, pela insuficiência de dados, a verificação da existência de eventuais prêmios pelas diferenças de direitos entre as ações ON e PN.

Existem, possivelmente, ainda outros fatores que limitam o alcance dessas conclusões e que não permitem que se desconsidere as conseqüências deletérias da alocação inadequada dos direitos de acionistas minoritários nas operações em bolsas brasileiras, tanto para os acionistas que deixam de se beneficiar de rendas potenciais resultantes de ganhos de capital e do recebimento de dividendos, quanto para as empresas que deixam de gozar dos benefícios de maior facilidade para obtenção de fundos, ganhos de liquidez e aumento do poder de barganha com bancos entre outros.

6. Referências bibliográficas

- ALMENDOLARA, LESLIE. As sociedades limitadas no novo Código Civil. *Mercado de Capitais ABAMEC*, São Paulo, Ano XI, No. 92, 1º. Trimestre 2003.
- ANDIMA e ABRASCA. Abertura de Capital e Emissão de Debêntures. Junho 2003.
- BARROS, J. R. MENDONÇA et al. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: BOVESPA, Junho de 2000. 52 f.
- BIANCO, MAGDA e CASAVOLA, PAOLA. Italian corporate governance: effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, No. 43, p.1057-1069, 1999.
- BOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado. São Paulo: BOVESPA, s.d.b 36p.
- _____. Níveis diferenciados de governança corporativa. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d. a 36p.
- _____. Novo Mercado. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d. c 37p.
- CARVALHO, ANTONIO GLEDSON DE. *Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA*: Trabalho preparado para a BOVESPA. Versão Janeiro 2003. 28f. Departamento de Economia, Universidade de São Paulo.
- COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, November, 1937.
- _____. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*, The University of Chicago Press, No.3, p. 1-44, October 1960.
- DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. *Lei Sarbanes-Oxley: Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos*. Maio de 2003. 26 p.
- DEMSETZ, HAROLD. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI, p. 375-390, June 1983.
- DEMSETZ, HAROLD; LEHN, KENNETH. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, No. 6, Vol.93, p. 1155-1177, 1985.
- FAMA, EUGENE F.; JENSEN, MICHAEL C. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXXVI, p.327-349, June 1983b.
- _____. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI, p. 301-325, June 1983a.
- GONZALES, ROBERTO SOUSA. Por dentro do setor. *Revista Mercado de Capitais ABAMEC*, São Paulo, Ano XI, No. 92, 1º. Trimestre, 2003.

- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: IBGC, 9 de abril de 2001. 36p.
- JENSEN, MICHAEL C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Harvard Business Schol*, 2000.
- JENSEN, MICHAEL C.; MECKLING, WILLIAM H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, University of Rochester, Rochester, NY. *Journal of Financial Economics*, No.3, p. 305-360, 1976.
- MARCONI, MARINA DE ANDRADE; LAKATOS, EVA MARIA. *Metodologia científica*. 3ª. Ed. revista e ampliada. São Paulo: Atlas, 2000. 289 p.
- MARTINS, ELISEU; CARVALHO, LUIZ NELSON G. DE; SZTAJN, RACHEL. A Interface entre Contabilidade e Direito. Debates da Série *Diálogos FEA & Largo São Francisco 2002* promovido pelo Centro de Estudos de Organizações e Instituições da Universidade de São Paulo – CEOI. Faculdade de Direito do Largo São Francisco – Universidade de São Paulo, 7 de novembro de 2002. Apontamentos.
- MARTINS, GILBERTO DE ANDRADE. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 1994. 116 p.
- NUNES, R.; HERRMANN, I.; ZYLBERSZTAJN, D. Direitos de Propriedade de Recursos Naturais: O Babaçu no Maranhão. In: II Congresso Brasileiro da Nova Economia Institucional, 2000, Campinas. p. 661-678.
- OLIVEIRA, FERNANDO A. ALBINO DE. Introdução. In: BERTOLDI, MARCELO M. (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: Comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002. cap. II. P. 9-21.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Vol. L II, No. 2, p. 737-782, June 1997.
- STEVENSON, WILLIAM J. *Estatística aplicada à administração*. Ed. 2001. São Paulo: Harbra Ltda., 495 p.
- TIROLE, JEAN. Corporate Governance. *Econométrica*, Vol. 69, No.1, p. 1-35, January, 2001.
- WILLIAMSON, OLIVER E. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, No. 43, July 1988.
- _____. Organization form, residual claimants, and corporate control. *Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI, p.351-366, 1983.
- _____. Transaction cost economics and the Carnegie Connection. In: WILLIAMSON, O. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press, 1996. Cap. 1, p. 23-28.

ZINGALES, LUIGI. Corporate Governance. Forthcoming in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. Draft October, 31, 1997. 20p.

6.1. Bibliografia complementar

ALCHIAN, A. A. Corporate management and property rights. In: Economic policy and the regulation of securities. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1968.

BARCA, FABRIZIO. *On corporate governance in Italy: Issues, facts, and agency*. Manuscript, Bank of Italy, Rome, 1995

CARVALHO, ANTONIO GLEDSON DE. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, Vol 4. No. 3, 2000.

CHUNG, KEE H.; STEWART, STERN. Executive ownership, corporate value, and executive compensation: a unifying framework. *Journal of Banking & Finance*. No. 20, p. 1135 – 1159, 1996.

CLAESSENS, STIJN; DJANKOV, SIMEON; FAN, JOSEPH P. H.; LANG, LARRY H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*. Vol. LVII, No. 6, December 2002.

COASE, R. H. The federal communications commission. *Journal of Law and Economics II*, p.1-40, October 1959.

DEMSETZ, HAROLD. Toward a theory of property rights. *American Economic Review*, Vol. LVII, p. 347-359, May 1967.

EASTERBROOK, FRANK.; FISCHER, DANIEL. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

FREEMAN, R. EDWARD. *Strategic management: a stakeholder approach*: Pittman Books Limited, 1984.

GROSSMAN, S.; HART, O. The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, No. 94, p. 691-719, 1986.

HART, O.; MOORE, J. Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, No. 98, p. 1119-1158, 1990.

HORNER, M. The value of the corporate voting right, *Journal or Banking and Finance*, No.12, p. 69-83.

LA PORTA et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, No. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, No. 54, p. 717-738, 1998.

PAGANO, MARCO; PANETTA, F.; ZINGALES, LUIGI. *Why do companies go public? An empirical analysis*. Manuscript, Graduate School of Business, University of Chicago, 1995.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. Power in a theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*. May 1998: forthcoming.

RYDQVIST, KRISTIAN. Empirical investigation of the voting premium, *Working paper*, No. 35, Northwestern University, 1987.

ZINGALES, LUIGI. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, *The Review of Finance Studies*, No. 7, p. 125-148.

ANEXO A

Principais instituições do mercado de capitais brasileiro⁴¹

O **Sistema Financeiro Nacional – SFN** é composto de instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação deste processo.

O **Conselho Monetário Nacional – CMN**, presidido pelo ministro da Fazenda, é quem define as diretrizes de atuação do sistema. Diretamente ligados a ele estão o Banco Central do Brasil, que atua como seu órgão executivo e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários.

O **Banco Central do Brasil** é o órgão que executa a política monetária do governo, administra as reservas internacionais do País e fiscaliza o Sistema Financeiro Nacional.

As **Sociedades Corretoras** são instituições financeiras membros das bolsas de valores, devidamente credenciadas pelo Banco Central do Brasil, pela CVM e pelas próprias bolsas, e estão habilitadas a negociar valores mobiliários em pregão. As sociedades corretoras são fiscalizadas pelas bolsas de valores.

A **Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA**, representa bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Em 1988, em conjunto com a CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, desenvolveu o SND – Sistema Nacional de Debêntures (ANDIMA e ABRASCA. Junho 2003).

A **Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA** é uma entidade civil, sem fins lucrativos, criada em 1971 para defender a ampliação e o aprimoramento do mercado de capitais como fonte de financiamento para as empresas brasileiras de capital aberto, fechado ou que desejam abrir seu capital (ANDIMA e ABRASCA. Junho 2003).

⁴¹ Conforme a publicação Mercado de Capitais, da Bolsa de Valores de São Paulo (versão em vigor em abril de 2003, sem referência de data), exceto para ANDIMA e ABRASCA.

ANEXO B

Principais condições para listagem no *Neuer Markt* alemão⁴²

Características das empresas

- Somente *growth companies* são admitidas;
- Patrimônio Líquido de pelo menos €\$ 1,5 milhões na data da candidatura;
- A empresa deve ter existido por pelo menos 3 anos;
- A empresa deve ter publicado os demonstrativos financeiros nos 3 anos que antecederam a postulação;

Condições sobre volume, negociação e características da emissão

- Distribuir inicialmente ao público (*free float*) pelo menos 25% do número total de ações (sob certas condições este percentual pode ser reduzido para 20%);
- Os acionistas originais da empresa não poderão vender suas ações por um período de 6 meses (*lock up*);
- Somente um título por empresa pode ser admitido para negociação;
- Pelo menos 50% do valor da oferta inicial deve ser destinada a aumento de capital;
- Apresentar pelo menos 2 *sponsors* (bancos que se comprometam a transacionar diariamente até um máximo de DM\$20 mil);
- IPO *prospectus* deve seguir padrões internacionais;

Governança empresarial, *disclosure e enforcement*;

- Somente ações com direito a voto (*one share-one vote*) são admitidas;
- Publicar demonstrativos trimestrais preparados em inglês e alemão de acordo com US-GAAP ou *International Accounting Standards*- IAS;
- Demonstrativos anuais devem ser publicados dentro de 4 meses do encerramento do período;
- Publicação do calendário anual da empresa (por exemplo assembléias);
- Seminários para analistas pelo menos uma vez ao ano;
- Submissão ao código de *take-over*;
- Disputas judiciais serão resolvidas por um tribunal de arbitragem.

⁴² Segundo BARROS et al. (2000).

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA

Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP	SADIA S/A	UNIBANCO
14/5/2001	0.009601628	0.0009	9.850266	1.586094	13.88016	0.00039989	0.1220091	0.9498781	0.04074521
15/5/2001	0.009670211	0.0009	9.977366	1.629194	13.88016	0.000381713	0.1212064	0.9891292	0.0386093
16/5/2001	0.01017601	0.00093	11.08949	1.698155	13.24095	0.00039989	0.1264159	0.9891292	0.03907251
17/5/2001	0.01020173	0.00094	10.98781	1.715395	13.24095	0.00039989	0.1344509	0.9734288	0.0420319
18/5/2001	0.01027888	0.00094	10.65099	1.698155	13.69753	-	0.1364576	0.9577283	0.0420319
21/5/2001	0.01024459	0.00092	10.30147	1.672295	13.69753	-	0.1364576	0.9498781	0.0420319
22/5/2001	0.01009028	0.0009	10.16801	1.698155	13.69753	-	0.1324441	0.9420279	0.04373891
23/5/2001	0.01033032	0.00086	10.16801	1.749875	13.67014	-	0.1308388	0.9263273	0.04460528
24/5/2001	0.01037318	0.00081	9.977366	1.741255	-	0.000390802	0.1300361	0.9577283	0.04632087
25/5/2001	0.01033032	0.0008	9.767651	1.767116	-	0.000390802	0.130028	0.9420279	0.04460528
28/5/2001	0.01020173	0.00079	9.767651	1.715395	13.46924	0.00039989	0.1252199	0.9341777	0.04331859
29/5/2001	0.01024459	0.00082	9.945591	1.749875	12.92134	0.00039989	0.127628	0.9263273	0.04460528
30/5/2001	0.01025316	0.00085	10.16801	1.758496	12.32778	-	0.1291531	0.9184771	0.04460528
31/5/2001	0.01021887	0.00082	10.07269	1.767116	12.32778	0.00039989	0.1332388	0.9184771	0.04417638
1/6/2001	0.01037318	0.00083	10.13624	1.741255	12.14514	0.000408979	0.1340495	0.9106269	0.04503418
4/6/2001	0.01059884	0.00087	10.42221	1.784356	12.23646	0.000390802	0.1348522	0.9420279	0.04546307
5/6/2001	0.01064175	0.00087	10.67641	1.758496	12.14514	0.000381713	0.1376616	0.9498781	0.04589197
6/6/2001	0.01072757	0.00086	10.61286	1.792976	11.88032	0.000381713	0.138055	0.9341777	0.04546307
7/6/2001	0.0110966	0.00087	11.05136	1.836076	12.05383	0.000381713	0.1428711	0.9263273	0.04547165
8/6/2001	0.01089921	0.00087	11.43901	1.784356	12.14514	0.000390802	0.1424778	0.9184771	0.04589197
11/6/2001	0.01072757	0.00086	11.02594	1.741255	11.96251	0.000390802	0.1384643	0.9184771	0.04503418
12/6/2001	0.01111377	0.00086	10.83529	1.758496	12.00817	0.000381713	0.1356549	0.8949264	0.04546307
13/6/2001	0.01089921	0.00091	11.24201	1.818836	12.1908	-	0.140471	0.9027767	0.04546307
14/6/2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15/6/2001	0.01064175	0.00088	11.02594	1.784356	12.1908	0.000408979	0.1364576	0.8949264	0.04529152
18/6/2001	0.01014399	0.00085	10.82258	1.724015	12.05383	0.000408979	0.1308388	0.8635255	0.04460528
19/6/2001	0.01012683	0.00084	10.93061	1.689535	12.09431	0.000390802	0.1316414	0.8556753	0.04288969
20/6/2001	0.01026414	0.00083	11.05136	1.700611	12.15038	0.000390802	0.133006	0.8321246	0.04417638
21/6/2001	0.01029847	0.00089	11.31191	1.778303	12.33731	0.000390802	0.1344509	0.8556753	0.04546307
22/6/2001	0.01047011	0.00085	11.44537	1.769671	12.66444	0.00039989	0.1389941	0.8713758	0.04460528
25/6/2001	0.01043578	0.00084	11.00052	1.778303	12.61771	0.000408979	0.1372603	0.8870762	0.04460528

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	BRABESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP	SADIA S/A	UNIBANCO
26/6/2001	0.01021265	0.00086	10.80351	1.743773	13.0383	0.000408979	0.136867	0.8949264	0.04546307
27/6/2001	0.01025556	0.00089	10.61286	1.786936	12.61771	0.000427156	0.1344509	0.8399749	0.04503418
28/6/2001	0.01029847	0.0009	10.67641	1.761038	12.10365	0.000408979	0.1316495	0.8321246	0.0445967
29/6/2001	0.01045192	0.00087	11.36911	1.778303	12.12235	-	0.1332468	0.879226	0.0454545
2/7/2001	0.01066787	0.00086	10.93061	1.778303	11.96346	0.000427156	0.1300441	0.8478251	0.04632087
3/7/2001	0.01035912	0.00084	10.93061	1.761038	11.82326	0.000418067	0.1261029	0.8478251	0.04759898
4/7/2001	0.01012565	0.0008	10.54931	1.726508	11.82326	0.000436244	0.1240961	0.8478251	0.04699853
5/7/2001	0.01003053	0.00079	10.10446	1.683345	11.68306	0.000445332	0.1202432	0.8399749	0.04717866
6/7/2001	0.009814364	0.00082	10.04091	1.717876	11.68306	0.000436244	0.1199221	0.8399749	0.04632087
9/7/2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10/7/2001	0.009684658	0.00078	9.31009	1.674713	11.63633	0.000427156	0.1168719	0.8478251	0.04546307
11/7/2001	0.009641423	0.00084	9.913816	1.683345	11.4494	0.000427156	0.119601	0.8321246	0.04503418
12/7/2001	0.009823011	0.00082	10.44128	1.726508	11.21574	0.000445332	0.1212144	0.8242743	0.04546307
13/7/2001	0.01037642	0.00083	10.36502	1.769671	11.02881	-	0.1204037	0.7928734	0.04614931
16/7/2001	0.010117	0.00085	10.42221	1.743773	10.95404	0.000445332	0.1204037	0.8164241	0.04623509
17/7/2001	0.01010836	0.00084	10.61286	1.735141	11.02881	0.000436244	0.1219288	0.8242743	0.04623509
18/7/2001	0.009857599	0.00083	10.16801	1.735141	11.02881	-	0.1188064	0.8085739	0.04542018
19/7/2001	0.00997001	0.00082	10.41586	1.761038	11.02881	0.000436244	0.1220091	0.8164241	0.0454545
20/7/2001	0.01020348	0.00085	10.67641	1.795568	10.93535	0.000436244	0.1324441	0.8164241	0.04503418
23/7/2001	0.01020348	0.00083	11.09584	1.761038	10.98208	-	0.1316334	0.8085739	0.04632087
24/7/2001	0.009857599	0.0008	10.94449	1.726508	10.84188	0.000436244	0.1280293	0.8164241	0.04512954
25/7/2001	0.009935422	0.00083	11.40078	1.726508	10.84188	0.000436244	0.1308388	0.8085739	0.04512954
26/7/2001	0.009926775	0.00081	11.27693	1.743773	10.93535	0.000418067	0.1304374	0.8085739	0.04512954
27/7/2001	0.01003053	0.00083	10.90537	1.786936	11.68306	-	0.1320428	0.8399749	0.04512954
30/7/2001	0.00997001	0.0008	10.50775	1.795568	11.68306	0.000418067	0.1308789	0.8478251	0.04512954
31/7/2001	0.01007377	0.00081	11.06834	1.778303	11.63633	0.000445332	0.1328455	0.8478251	0.04600584
1/8/2001	0.009944069	0.00079	10.951	1.761038	11.5896	0.000418067	0.1328455	0.8635255	0.04635636
2/8/2001	0.01011109	0.00079	11.34211	1.735141	11.68306	-	0.1328455	0.8949264	0.04600584
3/8/2001	0.01017169	0.00079	11.27693	1.735141	11.9728	0.000427156	0.1316414	0.9049455	0.04599708
6/8/2001	0.01064781	0.00081	11.34211	1.769671	12.29058	0.000436244	0.1354141	0.9049455	0.04556769
7/8/2001	0.01069109	0.00079	11.19219	1.778303	12.15038	0.000445332	0.1360562	0.9049455	0.04556769

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	VARIG SERV	VARIG TRANSP	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
14/5/2001			2.37	1.480562	3.455209	0.01662526	0.01091869	0.02523094	0.02071427
15/5/2001	0.008		2.35	1.522864	3.537694	0.01690235	0.01118179	0.0244052	0.02045309
16/5/2001	0.008		2.39	1.463641	3.491869	0.01680999	0.01122564	0.02385471	0.02071427
17/5/2001	-		2.3	1.480562	3.464374	0.01730875	0.01133088	0.02335055	0.02098446
18/5/2001	-		2.27	1.565166	3.528529	0.01754889	0.01140104	0.02435933	0.02071427
21/5/2001	-		2.27	1.683611	3.491869	0.01799223	0.01167291	0.02490982	0.02071427
22/5/2001	-		2.15	1.607467	3.482704	0.01744729	0.01135719	0.02385471	0.02066924
23/5/2001	-	0.10998	2.1	1.607467	3.446044	0.01699472	0.01096254	0.0238593	0.02020092
24/5/2001	-	-	2	1.565166	3.546859	0.01644054	0.01069944	0.02394646	0.02008384
25/5/2001	-	-	1.96	1.590547	3.519364	0.01588636	0.01052404	0.02325834	0.01927328
28/5/2001	-	-	1.9	1.556705	3.436879	0.01622811	0.01048019	0.02316659	0.01918322
29/5/2001	-	0.10499	1.82	1.565166	3.629344	0.01648672	0.01043634	0.02367121	0.01972359
30/5/2001	-	-	1.79	1.649769	3.629344	0.01680999	0.01087484	0.02348771	0.02008384
31/5/2001	-	0.105	2	1.692071	3.757654	0.01736417	0.01118179	0.02376296	0.02071427
1/6/2001	-	0.10495	1.9	1.692071	3.76682	0.01754889	0.01144489	0.02367121	0.02115558
4/6/2001	-	0.1045	2	1.692071	3.80348	0.01819543	0.01175184	0.02302897	0.02188508
5/6/2001	-	-	2	1.692071	3.757654	0.01819543	0.01179569	0.02297851	0.0230739
6/6/2001	-	-	1.99	-	3.8768	0.01874961	0.01204126	0.02286841	0.02355123
7/6/2001	0.0075	-	1.95	1.649769	3.812644	0.01857412	0.01201495	0.02385425	0.02431675
8/6/2001	-	-	1.99	1.649769	3.85847	0.01902669	0.01227805	0.02509332	0.02431675
11/6/2001	0.0078	0.102	2	-	3.89513	0.01893433	0.01187462	0.02509332	0.02323601
12/6/2001	0.00725	-	1.98	1.649769	3.93179	0.0184171	0.01162029	0.0247722	0.0227857
13/6/2001	0.00675	-	2	1.522864	4.069265	0.01893433	0.01262885	0.02499239	0.02250651
14/6/2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15/6/2001	-	-	-	1.605083	3.95012	0.01814925	0.01270778	0.02413041	0.02252452
18/6/2001	-	-	1.91	1.561702	3.95012	0.01690235	0.01159398	0.02294594	0.02174999
19/6/2001	-	-	1.9	-	3.98678	0.0172718	0.01210265	0.02376296	0.02170495
20/6/2001	0.00644	0.094	2	-	3.82181	0.01754889	0.01236575	0.02426758	0.0227857
21/6/2001	-	-	1.98	1.648464	3.666004	0.01819543	0.0124096	0.02362534	0.02404657
22/6/2001	0.0058	-	1.9	-	3.574354	0.01782598	0.0123219	0.02367121	0.02386644
25/6/2001	-	0.094	1.95	1.579055	3.574354	0.01787216	0.01202372	0.02371709	0.02386644

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA

Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	VARIG SERV	VARIG TRANSP	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
26/6/2001	-	-	1.8	1.605083	3.629344	0.01754889	0.01198864	0.02430887	0.02323601
27/6/2001	0.006	0.094	1.83	1.613759	3.739324	0.0173734	0.0117343	0.02390058	0.0235062
28/6/2001	0.0059	-	1.8	1.561702	3.76682	0.01745653	0.0118834	0.02362625	0.02436178
29/6/2001	-	-	1.75	1.561702	3.849304	0.01782598	0.01189216	0.025942	0.024677
2/7/2001	-	-	1.75	1.605083	3.849304	0.01809383	0.01192725	0.02752466	0.02367731
3/7/2001	0.006	0.075	1.74	1.605083	3.647674	0.01754889	0.01175184	0.02734117	0.02269564
4/7/2001	-	-	1.8	1.648464	3.666004	0.01728104	0.01137473	0.02614843	0.02179502
5/7/2001	-	-	-	-	3.91346	0.01735493	0.01118179	0.02610256	0.0220652
6/7/2001	0.0054	0.07	1.9	-	3.73016	0.01662526	0.01087484	0.02628605	0.02324501
9/7/2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10/7/2001	-	-	1.9	1.605083	3.757654	0.01607109	0.01057666	0.02591906	0.02323601
11/7/2001	-	0.075	1.86	1.561702	3.8768	0.01605262	0.01053281	0.02568969	0.02369533
12/7/2001	-	0.075	1.85	1.570378	3.85847	0.01690235	0.01095377	0.0263778	0.02501924
13/7/2001	0.0054	0.075	1.7	-	4.014275	0.01694853	0.01118179	0.02683655	0.02419067
16/7/2001	-	0.084	1.78	1.561702	3.885964	0.01634818	0.01096254	0.02500157	0.02421769
17/7/2001	-	-	1.78	-	3.80348	0.01736417	0.0114712	0.02523094	0.02431675
18/7/2001	-	-	1.78	-	3.647674	0.01680999	0.01112917	0.02518048	0.02458694
19/7/2001	-	-	1.71	1.648464	3.684334	0.01648672	0.01078714	0.02486395	0.02413663
20/7/2001	-	0.085	1.59	1.605083	3.556024	0.01718868	0.01087484	0.02477174	0.02395565
23/7/2001	-	-	1.7	1.619026	3.537694	0.01741035	0.01131334	0.02449695	0.02449688
24/7/2001	-	0.085	1.7	1.690192	3.528529	0.01680999	0.01100639	0.02468091	0.02360526
25/7/2001	0.0052	0.075	-	1.734671	3.528529	0.01703166	0.01113794	0.02509332	0.02490216
26/7/2001	0.0052	0.075	-	-	3.592684	0.01676381	0.01069944	0.02481807	0.02495619
27/7/2001	-	-	-	1.699088	3.647674	0.01662526	0.01074329	0.0247722	0.02476706
30/7/2001	0.0051	-	1.72	1.690192	3.491869	0.0166345	0.01078714	0.02390288	0.02377638
31/7/2001	-	-	1.72	1.690192	3.647674	0.01655138	0.01065559	0.02435933	0.02368632
1/8/2001	-	-	1.7	1.681296	3.647674	0.0169393	0.01088361	0.02454283	0.0233711
2/8/2001	-	-	1.7	-	3.611014	0.0172718	0.01113794	0.02421712	0.02404657
3/8/2001	-	-	1.65	1.645713	3.647674	0.01680999	0.01105024	0.02408408	0.02377638
6/8/2001	-	-	1.7	1.601235	3.556024	0.01717944	0.01131334	0.02438425	0.02422669
7/8/2001	-	-	1.6	1.645713	3.574354	0.01710555	0.01117302	0.02354518	0.02454191

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	VCP
14/5/2001	0.00043	0.1560659	0.7486225	0.002002522	0.7654611	-	0.004000472	0.0591927
15/5/2001	0.00043	0.1577384	0.7391462	0.00195368	0.7486206	0.9627949	0.003965686	0.05824562
16/5/2001	0.00043	0.1708817	0.7580987	0.001875532	0.7821015	-	0.004243979	0.05852975
17/5/2001	-	0.175381	0.7580987	0.001914606	0.8070622	-	0.004306595	0.05682499
18/5/2001	-	0.1663552	0.7770512	-	0.7987419	-	0.004376169	0.05823615
21/5/2001	-	0.1654281	0.7486225	-	0.7821015	-	0.004243979	0.05824562
22/5/2001	-	0.1650009	0.7486225	-	0.7654611	-	0.004174406	0.05777208
23/5/2001	-	0.1726905	0.72967	-	0.7321801	-	0.004090918	0.05743113
24/5/2001	-	0.1708817	0.72967	-	0.7155397	-	0.0039796	0.05777208
25/5/2001	-	0.1731541	0.7012413	0.001914606	0.6988992	-	0.003687392	0.05682499
28/5/2001	-	0.1708817	0.6822889	-	0.6739385	-	0.003756965	0.05634198
29/5/2001	-	0.1763354	0.6822889	0.001855996	0.6656183	-	0.003784795	0.05587791
30/5/2001	-	0.1767899	0.6822889	-	0.6739385	0.8802696	0.003847411	0.05739325
31/5/2001	-	0.1736086	0.7107175	-	0.6572981	0.8252528	0.003951771	0.05777208
1/6/2001	-	0.1727765	0.7107175	0.001807154	0.6489778	0.8665154	0.004522273	0.06156041
4/6/2001	-	0.1764139	0.7391462	0.001807154	0.690579	-	0.004682292	0.0625075
5/6/2001	-	0.1773233	0.7580987	0.001758312	0.7072195	-	0.004591846	0.06345458
6/6/2001	-	0.18187	0.7960036	0.001758312	0.7072195	0.8665154	0.004508358	0.06553816
7/6/2001	-	0.1818609	0.8433848	0.001807154	0.7488206	-	0.00466142	0.06724291
8/6/2001	-	0.175059	0.8244323	0.001895069	0.7405003	0.8252528	0.004689249	0.06724291
11/6/2001	-	0.1732312	0.7770512	0.001914606	0.7379091	-	0.004550102	0.07055771
12/6/2001	-	0.173695	0.7675749	0.001943911	0.7379091	-	0.004522273	0.07131537
13/6/2001	-	0.1768595	0.8054799	-	0.7636501	0.8252528	0.004800567	0.07245187
14/6/2001	-	-	-	-	-	-	-	-
15/6/2001	0.00049	0.1728765	0.7960036	-	0.7893912	0.8527612	0.004640548	0.07197833
18/6/2001	0.00035	0.1700303	0.7580987	-	0.7379091	0.8114985	0.004313553	0.06913708
19/6/2001	-	0.1645833	0.7201938	0.002041595	0.7207484	-	0.004278766	0.06771646
20/6/2001	-	0.1700394	0.7865274	-	0.7722304	0.8114985	0.004376169	0.06486573
21/6/2001	0.00032	0.1759592	0.8339086	0.002149048	0.7722304	0.7977443	0.004591846	0.06298104
22/6/2001	-	0.1786873	0.8339086	0.002149048	0.7893912	0.7702359	0.004696207	0.06174983
25/6/2001	-	0.1814153	0.8149561	0.002442099	0.7636501	0.7014648	0.004459657	0.0625075

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	VCP
26/6/2001	-	0.1745952	0.7865274	0.002061132	0.7636501	0.7702359	0.004431827	0.06421225
27/6/2001	-	0.1723218	0.7865274	0.002149048	0.7722304	-	0.004417913	0.06354929
28/6/2001	0.00035	0.1764139	0.7865274	0.002442099	0.7722304	0.7839901	0.004570974	0.06345458
29/6/2001	0.00033	0.1836887	0.8149561	0.001934143	0.7550698	-	0.004730993	0.06534874
2/7/2001	-	0.180582	0.8054799	0.002149048	0.7550698	0.7564817	0.00452923	0.06667466
3/7/2001	0.00037	0.1746687	0.7960036	0.002383489	0.7379091	-	0.004494443	0.06157936
4/7/2001	-	0.1705658	0.7675749	0.002383489	0.7207484	0.7839901	0.004494443	0.06534874
5/7/2001	-	0.1646617	0.7391462	0.002383489	0.7636501	-	0.004383126	0.06345458
6/7/2001	-	0.1660263	0.7391462	-	0.7464895	0.7977443	0.004320799	0.06184454
9/7/2001	-	-	-	-	-	-	-	-
10/7/2001	-	0.1622054	0.72967	0.002344416	0.7121681	0.7564817	0.004147967	0.06004508
11/7/2001	-	0.1646617	0.7580987	-	0.7293288	-	0.004529638	0.05871916
12/7/2001	-	0.173759	0.7675749	-	0.7379091	-	0.004522436	0.05815091
13/7/2001	-	0.1773979	0.7201938	-	0.7550698	0.7289732	0.004335202	0.05871916
16/7/2001	-	0.1696652	0.7580987	0.002334647	0.7379091	0.7014648	0.004407215	0.05862446
17/7/2001	-	0.1710298	0.7770512	-	0.7722304	0.715219	0.004716872	0.05966625
18/7/2001	-	0.1678457	0.7580987	0.002363952	0.7379091	-	0.004515235	0.05852028
19/7/2001	-	0.1710298	0.7675749	-	0.7464895	0.6189396	0.004421618	0.05682499
20/7/2001	-	0.173759	0.7865274	-	0.7722304	0.5776769	0.004601651	0.05580215
23/7/2001	-	0.1719486	0.7865274	-	0.7636501	0.6051854	0.004464826	0.05870969
24/7/2001	-	0.1709388	0.7675749	-	0.7464895	-	0.004623255	0.0579615
25/7/2001	-	0.1719304	0.7675749	0.001660628	0.7464895	0.6326938	0.004832094	0.06040497
26/7/2001	-	0.1683006	0.7580987	0.00170947	0.7379091	0.6326938	0.004896906	0.05684394
27/7/2001	-	0.1728583	0.7675749	0.001807154	0.7464895	-	0.004882503	0.05767737
30/7/2001	-	0.1742138	0.7675749	-	0.7550698	-	0.004695268	0.05587791
31/7/2001	0.00045	0.1772979	0.7675749	-	0.7379091	0.6326938	0.004709671	0.05682499
1/8/2001	-	0.1751519	0.7580987	0.001943911	0.7207484	0.6739564	0.004580047	0.05682499
2/8/2001	-	0.1692861	0.7580987	0.001855996	0.7636501	0.6877106	0.004515235	0.0591927
3/8/2001	-	0.1697619	0.7580987	-	0.7550698	0.646448	0.004500833	0.05947683
6/8/2001	-	0.1775221	0.7960036	0.002442099	0.7808108	0.6739564	0.004666463	0.06156041
7/8/2001	-	0.1783457	0.7675749	0.002100206	0.7722304	-	0.004544041	0.06099216

Fonte: Economatica

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	VIGOR	CELESC	MARCOPOLO	NET	CCR RODOVIAS
14/5/2001		0.48	2.343356	10.7	
15/5/2001		0.48	2.343356	9.6	
16/5/2001		0.49	2.343356	10.4	
17/5/2001		0.49	2.385202	10.2	
18/5/2001		0.5	2.427048	10.1	
21/5/2001		0.5	2.427048	9.9	
22/5/2001		0.49	2.385202	9.2	
23/5/2001		0.48	2.343356	8.6	
24/5/2001		0.46	2.343356	8.2	
25/5/2001		0.44	2.385202	7.7	
28/5/2001		0.43	2.268034	8	
29/5/2001		0.44	2.343356	8.5	
30/5/2001	0.33	0.43	2.343356	8.3	
31/5/2001	0.346	0.44	2.385202	8.2	
1/6/2001	0.32999	0.45	2.376833	8.7	
4/6/2001	0.32999	0.47	2.376833	9.4	
5/6/2001	0.345	0.47	2.343356	9.7	
6/6/2001	-	0.48	2.376833	9.2	
7/6/2001	-	0.49	-	9.7	
8/6/2001	-	0.49	2.343356	9.1	
11/6/2001	-	0.48	2.293142	9.3	
12/6/2001	-	0.48	2.259665	9.9	
13/6/2001	-	0.49	2.343356	9.9	
14/6/2001	-	-	-	-	
15/6/2001	-	0.47	2.276404	9.2	
18/6/2001	-	0.44	-	8.4	
19/6/2001	0.25	0.45	2.343356	8.2	
20/6/2001	-	0.46	-	8.3	
21/6/2001	-	0.49	2.360095	9	
22/6/2001	-	0.47	2.376833	9.2	
25/6/2001	-	0.46	-	9.9	

Fonte: Economática

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 26/06/2001

Data	VIGOR	CELESC	MARCOPOLO	NET	CCR RODOVIAS
26/6/2001	-	0.46	-	10.7	-
27/6/2001	-	0.46	2.376833	11.2	-
28/6/2001	-	0.46	2.334987	11.1	-
29/6/2001	0.23	0.45	2.30988	10.9	-
2/7/2001	0.225	0.45	2.334987	11.4	-
3/7/2001	0.21	0.44	2.259665	12	-
4/7/2001	0.2	0.43	2.334987	11.2	-
5/7/2001	0.21	0.43	2.385202	10.4	-
6/7/2001	-	0.43	2.326618	10.1	-
9/7/2001	-	-	-	-	-
10/7/2001	-	0.42	2.334987	9.7	-
11/7/2001	0.22	0.45	2.326618	11	-
12/7/2001	-	0.44	2.301511	10.9	-
13/7/2001	-	0.44	2.301511	11.1	-
16/7/2001	-	0.44	2.293142	10.9	-
17/7/2001	-	0.45	2.30988	11.5	-
18/7/2001	-	0.44	2.30988	11	-
19/7/2001	-	0.44	2.30988	10.9	-
20/7/2001	-	0.45	2.30988	11.4	-
23/7/2001	-	0.45	2.301511	10.7	-
24/7/2001	0.22	0.44	2.301511	10.3	-
25/7/2001	-	0.43	-	10.7	-
26/7/2001	-	0.43	-	10.2	-
27/7/2001	-	0.44	2.30988	10.3	-
30/7/2001	-	0.43	2.30988	10	-
31/7/2001	-	0.43	2.301511	9.7	-
1/8/2001	-	0.44	2.301511	10.2	-
2/8/2001	-	0.43	-	10.7	-
3/8/2001	-	0.44	2.301511	10.7	-
6/8/2001	-	0.43	2.301511	10.8	-
7/8/2001	-	0.44	2.268034	11.2	-

Fonte: Economática

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA

Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP	SADIA S/A	UNIBANCO
29/1/2003	0.00964755	0.00059	22.30327	1.758321	10.89	0.00115676	0.0804077	1.085404	0.03252623
30/1/2003	0.009414141	0.00058	22.70879	1.710279	10.7	0.00115676	0.0794563	1.085404	0.03233262
31/1/2003	0.009618374	0.00061	23.37235	1.777538	10.68	0.00115676	0.0817493	1.122832	0.03290377
3/2/2003	0.009822606	0.00061	23.29862	1.758321	10.6	0.001096103	0.0813497	1.122832	0.03453976
4/2/2003	0.009815733	0.0006	22.56133	1.767929	10.5	0.00107653	0.0772108	1.094761	0.03339747
5/2/2003	0.009689141	0.00062	22.93735	1.777538	10.44	0.00107653	0.0792565	1.104118	0.03339747
6/2/2003	0.009640452	0.00064	23.14379	1.777538	10.45	0.00107653	0.0784953	1.085404	0.03242943
7/2/2003	0.009465171	0.00064	22.45073	1.777538	10.35	0.001066743	0.0779244	1.104118	0.03197445
10/2/2003	0.009397006	0.00064	22.19268	1.835187	10.2	0.001027597	0.0798178	1.127011	0.03194541
11/2/2003	0.009484646	0.00067	22.04522	1.844796	10.35	0.00104717	0.0810642	1.127011	0.03267144
12/2/2003	0.009543074	0.00067	23.2249	1.815971	10.27	0.001037383	0.0846798	1.136562	0.03291345
13/2/2003	0.009552811	0.00063	23.07744	1.739104	9.85	0.00101781	0.0798844	1.146113	0.03097737
14/2/2003	0.009689141	0.00062	23.26176	1.729496	10	0.000988451	0.0801128	1.155664	0.03291345
17/2/2003	0.009582025	0.00061	23.81473	1.739104	9.87	0.001027597	0.0791613	1.11746	0.03368789
18/2/2003	0.009971538	0.00062	23.51244	1.758321	10	0.001125463	0.0794467	1.107909	0.03388149
19/2/2003	0.009543074	0.00061	23.2249	1.710279	9.65	0.00115676	0.0761166	1.107909	0.03301026
20/2/2003	0.009397006	0.00062	23.88109	1.748713	9.58	0.00115676	0.0764972	1.11746	0.03291345
21/2/2003	0.009543074	0.00061	23.91058	1.719888	9.64	0.001096103	0.0756409	1.107909	0.03213902
24/2/2003	0.009465171	0.00063	24.69949	1.719888	9.55	0.001125463	0.0732623	1.107909	0.03213902
25/2/2003	0.009543074	0.00066	24.02118	1.719888	9.59	0.00113525	0.0718351	1.11746	0.03193573
26/2/2003	0.009474909	0.00066	23.91058	1.729496	9.55	0.00113525	0.0709788	1.127011	0.03097737
27/2/2003	0.009669665	0.00065	24.40457	1.719888	9.59	0.001125463	0.0720254	1.127011	0.03242943
28/2/2003	0.009922849	0.00066	24.50042	1.748713	9.8	0.001125463	0.0731576	1.174766	0.03325227
3/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5/3/2003	0.0101176	0.0007	24.84695	1.815971	9.65	0.00113525	0.0713594	1.174766	0.03330067
6/3/2003	0.0105716	0.0007	24.73636	1.873621	9.65	0.001125463	0.0751081	1.184317	0.03572077
7/3/2003	0.01038631	0.0007	24.14652	1.844796	9.65	0.00107653	0.0775438	1.174766	0.03609831
10/3/2003	0.01019126	0.00065	23.0037	1.844796	9.65	0.00107653	0.0732623	1.155664	0.03484954
11/3/2003	0.01002547	0.00066	22.63506	1.825579	9.5	0.00110589	0.0732623	1.136562	0.03484954
12/3/2003	0.01038631	0.00067	23.2249	1.825579	9.45	0.00110589	0.0742137	1.136562	0.03532388
13/3/2003	0.01063987	0.00066	23.32812	1.864012	9.6	0.00113525	0.0742137	1.146113	0.03722124

Fonte: Econômica

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP	SADIA S/A	UNIBANCO
14/3/2003	0.0107764	0.00065	23.15116	1.892837	9.5	0.00113525	0.0756885	1.146113	0.03741485
17/3/2003	0.01061061	0.00065	23.2249	1.892837	9.55	0.001145036	0.0768778	1.146113	0.03776334
18/3/2003	0.01090319	0.00065	23.1143	1.921662	9.79	-	0.0777341	1.146113	0.03968975
19/3/2003	0.01087393	0.00063	22.78252	1.974013	9.5	0.001125463	0.0751652	1.136562	0.04017377
20/3/2003	0.01107873	0.00064	22.4876	2.033233	9.5	0.001145036	0.0734621	1.107909	0.04065779
21/3/2003	0.01130304	0.00064	22.20742	2.122064	9.54	0.00113525	0.0749273	1.11746	0.04065779
24/3/2003	0.01109823	0.00063	22.11895	2.052974	9.5	-	0.0743469	1.098358	0.03968975
25/3/2003	0.01123477	0.00064	22.22954	2.072714	9.9	0.001154823	0.0773535	1.098358	0.03998016
26/3/2003	0.0115761	0.00063	22.49497	2.072714	10.29	0.001145036	0.0770776	1.079257	0.04017377
27/3/2003	0.01151759	0.00064	22.56133	2.072714	10.65	0.001174396	0.0772584	1.088808	0.03968975
28/3/2003	0.0113713	0.00065	22.84887	2.072714	10.8	0.001184183	0.0772774	1.107909	0.03988336
31/3/2003	0.01136155	0.00064	22.76777	2.043104	10.7	0.001242903	0.0775533	1.098358	0.04065779
1/4/2003	0.01123477	0.00069	22.70752	2.043104	10.69	0.001174396	0.0803506	1.107909	0.04065779
2/4/2003	0.01137689	0.00068	22.14265	2.052974	11.09	0.001145036	0.0833477	1.11746	0.04162584
3/4/2003	0.01112304	0.00066	22.82049	2.043104	11.04	0.00119397	0.0872487	1.155664	0.04162584
4/4/2003	0.01162103	0.00067	23.64143	2.092454	11.04	0.001223329	0.0877244	1.146113	0.04249708
7/4/2003	0.0121093	0.00066	23.88243	2.171415	11.05	0.001223329	0.0905027	1.136562	0.04356192
8/4/2003	0.01176751	0.00064	23.98787	2.181285	11.04	0.001184183	0.0899128	1.127011	0.04065779
9/4/2003	0.0115429	0.00064	23.38535	2.171415	11.05	0.001174396	0.0905788	1.127011	0.04017377
10/4/2003	0.01113275	0.00065	22.97112	2.161544	11.25	0.001174396	0.0867825	1.11746	0.03968975
11/4/2003	0.01114251	0.00065	22.96359	2.122064	11.15	0.001154823	0.0882002	1.11746	0.03920573
14/4/2003	0.01113275	0.00065	24.02553	2.112194	11.09	0.001145036	0.0873058	1.136562	0.03968975
15/4/2003	0.01166985	0.00068	24.47742	2.161544	11.22	0.001174396	0.0902838	1.127011	0.03968975
16/4/2003	0.01132806	0.00066	25.07995	2.191155	11.4	0.001154823	0.0901031	1.11746	0.04105469
17/4/2003	0.01166985	0.00067	25.22304	2.230635	11.5	0.001203756	0.0923866	1.136562	0.04114181
18/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
22/4/2003	0.01178704	0.00067	24.96697	2.240505	11.5	0.001203756	0.0915303	1.127011	0.04210986
23/4/2003	0.01191399	0.00066	24.77869	2.240505	11.57	0.00119397	0.0920536	1.155664	0.0430779
24/4/2003	0.01187493	0.00064	25.00463	2.201025	11.65	0.00122	0.0927386	1.193868	0.04162584
25/4/2003	0.01162103	0.00065	24.92932	2.171415	11.56	0.0012	0.0951458	1.193868	0.04155807
28/4/2003	0.01198235	0.00066	24.854	2.299725	11.6	0.00122	0.0949555	1.203419	0.04162584

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	VARIG SERV	VARIG TRANSP	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
29/1/2003	-	-	1.04	2.783561	6.479114	0.01686287	0.01028223	0.0093	0.0253
30/1/2003	-	-	1	2.783561	6.441114	0.01661989	0.01003331	0.0091505	0.02475
31/1/2003	-	-	1.02	2.783561	6.403112	0.01730023	0.01024393	0.0092	0.02505
3/2/2003	-	-	1	2.783561	6.507614	0.01691147	0.01021521	0.00909	0.0254
4/2/2003	-	-	0.92	-	6.659617	0.01632831	0.009813118	0.0085255	0.025
5/2/2003	-	0.019	1.1	2.783561	6.849621	0.01637691	0.009746101	0.0085	0.0246
6/2/2003	-	-	1.18	-	6.82112	0.01666848	0.00971738	0.0083	0.02561
7/2/2003	-	-	1.08	2.783561	6.80212	0.01681427	0.009669511	0.008495	0.0256
10/2/2003	0.0023	-	1.02	2.783561	6.659617	0.01699054	0.009879307	0.0084995	0.0256
11/2/2003	-	-	0.92	-	6.593116	0.01702003	0.009771604	0.008525	0.0247
12/2/2003	-	-	0.95	-	6.688118	0.01692171	0.009595363	0.0084	0.02431
13/2/2003	-	-	0.84	2.783561	6.764119	0.01624327	0.009203715	0.008	0.0232
14/2/2003	-	-	0.9	2.876184	6.507614	0.01617444	0.009184133	0.0079	0.0234
17/2/2003	-	-	0.88	2.915183	6.593116	0.01681355	0.009448496	0.0081875	0.0239
18/2/2003	-	0.01898	0.86	2.876184	6.517115	0.01794429	0.01012408	0.008425	0.024
19/2/2003	-	-	0.87	2.885934	6.583616	0.01798362	0.01013387	0.0083495	0.02331
20/2/2003	-	-	-	2.973681	6.441114	0.0177968	0.01028074	0.008325	0.02311
21/2/2003	-	-	0.88	3.03218	6.365112	0.01801311	0.01076051	0.0083695	0.02318
24/2/2003	-	-	0.85	-	6.22261	0.01814094	0.01075072	0.008001	0.02295
25/2/2003	-	-	0.84	3.03218	6.336612	0.01799345	0.01057448	0.0084495	0.02275
26/2/2003	-	-	0.81	-	6.393613	0.01716752	0.01018283	0.0082	0.02189
27/2/2003	-	-	0.83	3.002931	6.507614	0.01720685	0.01035907	0.00825	0.0225
28/2/2003	-	-	0.85	2.973681	6.659617	0.01729534	0.01046677	0.0082555	0.0227
3/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5/3/2003	-	-	0.82	2.973681	6.393613	0.01688238	0.01049615	0.0083	0.02287
6/3/2003	-	-	0.82	2.973681	6.365112	0.0177968	0.01100529	0.0087	0.0236
7/3/2003	-	-	0.85	2.973681	6.393613	0.01808194	0.01106404	0.0087555	0.0247
10/3/2003	-	-	-	2.885934	6.26061	0.01710853	0.01037865	0.008775	0.0239
11/3/2003	-	-	0.79	2.924933	6.327111	0.01719702	0.0103297	0.00858	0.0238
12/3/2003	-	-	0.79	2.876184	6.308111	0.01745266	0.01067239	0.0088985	0.02426
13/3/2003	-	-	-	2.876184	6.412613	0.01828842	0.01100529	0.00849	0.0249

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	VARIG SERV	VARIG TRANSP	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
14/3/2003	-	-	0.72	2.827435	6.82112	0.01856373	0.01104445	0.008401	0.025
17/3/2003	-	0.01798	0.63	2.837185	6.80212	0.0185834	0.01101508	0.0085	0.0252
18/3/2003	-	-	0.69	-	6.602616	0.01909153	0.01124669	0.00895	0.0263
19/3/2003	-	-	0.69	2.827435	6.602616	0.01898328	0.01099198	0.00886	0.02562
20/3/2003	-	-	0.72	2.807935	6.650117	0.01918009	0.01101157	0.0088505	0.02589
21/3/2003	-	0.018	0.69	2.827435	6.507614	0.01928835	0.01116832	0.0093495	0.0265
24/3/2003	-	-	0.67	2.798185	6.412613	0.01899312	0.01097238	0.0092525	0.0257
25/3/2003	-	-	-	2.817685	6.403112	0.01909153	0.01111934	0.0100125	0.0257
26/3/2003	-	-	0.65	2.827435	6.441114	0.0188455	0.01077645	0.0103505	0.02515
27/3/2003	-	-	0.65	2.827435	6.460114	0.01850107	0.01056092	0.010165	0.02495
28/3/2003	-	-	0.71	2.827435	6.498114	0.01859948	0.01066868	0.01035	0.0249
31/3/2003	-	0.0172	0.7	2.827435	6.384112	0.01845186	0.01057072	0.010655	0.02526
1/4/2003	-	-	0.67	2.827435	6.298611	0.01889471	0.01102137	0.0114	0.02655
2/4/2003	-	-	0.65	2.778686	6.289111	0.01917025	0.01126629	0.01165	0.02778
3/4/2003	-	-	0.63	2.827435	6.279611	0.01950485	0.01131527	0.0118145	0.0288
4/4/2003	-	-	0.65	2.827435	6.26061	0.01964262	0.011521	0.0114	0.0295
7/4/2003	-	-	0.69	2.788436	6.108607	0.01958358	0.01164836	0.01155	0.0291
8/4/2003	-	-	0.7	2.827435	6.080107	0.01933755	0.01136426	0.01155	0.0272
9/4/2003	-	-	0.68	2.827435	6.175109	0.01899312	0.01126629	0.0118005	0.02769
10/4/2003	-	-	0.65	2.778686	6.298611	0.01912818	0.01117	0.0115355	0.02725
11/4/2003	0.00219	0.01699	0.68	2.700688	6.24161	0.01927693	0.01125	0.0116	0.0281
14/4/2003	-	-	0.65	2.817685	6.393613	0.01943558	0.01147	0.0120005	0.0286
15/4/2003	-	-	0.64	2.778686	6.412613	0.01973307	0.0119	0.01265	0.029
16/4/2003	-	-	0.65	2.681188	6.365112	0.01963391	0.01195	0.01287	0.02869
17/4/2003	-	-	0.64	-	6.194109	0.02008013	0.01235	0.013925	0.02955
18/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-
22/4/2003	-	-	0.66	2.778686	6.26061	0.01993139	0.01214	0.01465	0.029
23/4/2003	-	-	0.66	-	6.203609	0.01963391	0.01205	0.0146005	0.029
24/4/2003	-	0.015	0.65	2.778686	6.175109	0.0191	0.0119	0.01443	0.0289
25/4/2003	-	-	0.67	-	6.089607	0.01929	0.01195	0.0142505	0.029
28/4/2003	-	-	0.66	2.778686	5.975605	0.0198	0.01232	0.01474999	0.03049

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	VCP
29/1/2003		0.1527921	0.994755		1.267828		0.004694201	16.97
30/1/2003		0.1499778	0.994755	0.00177	1.258223		0.004641159	17.22
31/1/2003		0.1504647	1.033765	0.00175	1.287037	0.3988722	0.004729563	17.65
3/2/2003		0.1554247	1.05327	0.00209	1.258223		0.00465	18.2
4/2/2003		0.1551421	1.043518		1.248618		0.004579277	17.91
5/2/2003		0.1547425	1.063023	0.00208	1.239013		0.004552756	18.78
6/2/2003		0.1525013	1.072775	0.00209	1.239013		0.004588118	18.97
7/2/2003		0.1505524	1.05327		1.219804	0.4126264	0.004508555	18.62
10/2/2003		0.1525013	1.05327		1.219804		0.004517395	18.55
11/2/2003		0.153963	1.043518		1.239013		0.004685361	18.2
12/2/2003		0.1559119	1.072775		1.277432	0.3301011	0.004605798	18.91
13/2/2003	0.00016	0.1534757	1.043518	0.00204	1.219804	0.2750843	0.004437832	18.16
14/2/2003		0.1510396	1.072775		1.258223		0.004508555	17.95
17/2/2003	0.0002	0.1497826	1.072775	0.00204	1.200594		0.004473194	-
18/2/2003		0.1528424	1.13129		1.258223		0.004482034	18.09
19/2/2003		0.1475316	1.189805		1.219804	0.2750843	0.004464353	17.95
20/2/2003		0.1481163	1.228815	0.00204	1.210199	0.26133	0.004552756	18.09
21/2/2003		0.1486035	1.40436		1.190989		0.004605798	18.08
24/2/2003	0.00018	0.1451929	1.316588	0.00204	1.190989	0.193536	0.004738403	17.95
25/2/2003	0.00017	0.1481163	1.36535		1.200594	0.1838592	0.004862167	18.18
26/2/2003	0.00018	0.1456802	1.316588		1.181385		0.004703042	18.25
27/2/2003		0.1481163	1.375102		1.200594	0.2128896	0.004756083	18.62
28/2/2003	0.0002	0.1529885	1.414113		1.258223		0.004800285	19.01
3/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	19.15
4/3/2003	-	-	-	-	-	-	-	18.68
5/3/2003	-	0.1544414	1.48238		1.258223	0.193536	0.004835646	18.4
6/3/2003	-	0.1628367	1.609162		1.306246	0.2128896	0.005065494	18.62
7/3/2003	-	0.1618422	1.579905		1.315851		0.005198099	18.69
10/3/2003	0.0002	0.1622517	1.492132		1.296642	0.1548288	0.004703042	18
11/3/2003	0.00018	0.1618617	1.462875		1.344665	0.1741824	0.004685361	18.04
12/3/2003	-	0.1618617	1.462875	0.00205	1.325456	0.1838592	0.004906368	18.05
13/3/2003	-	0.1677121	1.462875		1.335061	0.1838592	0.004985931	18.42

Fonte: Economática

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	VCP
14/3/2003	-	0.1686872	1.511637	0.00269	1.335061	0.1741824	0.00494173	19.1
17/3/2003	0.00018	0.1686872	1.5604	-	1.325456	0.1838592	0.00494173	18.8
18/3/2003	0.0002	0.1738453	1.609162	-	1.335061	0.1838592	0.004924049	19.03
19/3/2003	0.00024	0.1745376	1.5604	0.0024	1.306246	0.1838592	0.004720722	18.8
20/3/2003	-	0.1755127	1.628667	0.0022	1.325456	-	0.004720722	18.33
21/3/2003	-	0.1823381	1.648173	0.0022	1.335061	0.1838592	0.00495057	18.7
24/3/2003	-	0.1787728	1.589657	0.0022	1.306246	0.2032128	0.005021292	18.55
25/3/2003	-	0.1796518	1.59941	0.00259	1.306246	-	0.005180418	18.75
26/3/2003	-	0.1807382	1.589657	0.0025	1.296642	-	0.005295342	19.05
27/3/2003	-	0.1827134	1.618915	0.00248	1.277432	-	0.005295342	18.76
28/3/2003	-	0.1807382	1.75545	0.00248	1.296642	0.2032128	0.005339543	18.9
31/3/2003	0.00026	0.1816172	1.784708	0.00248	1.277432	-	0.005286502	18.71
1/4/2003	-	0.1793835	1.91149	0.0025	1.277432	-	0.005277661	18.95
2/4/2003	-	0.1807672	1.83347	0.00275	1.287037	-	0.005233346	18.95
3/4/2003	0.00019	0.1798777	1.735945	-	1.296642	0.193536	0.005259981	18.78
4/4/2003	0.0002	0.1882193	1.706688	-	1.267828	0.193536	0.00525114	18.86
7/4/2003	-	0.1946534	1.75545	0.0027	1.335061	-	0.005313023	18.96
8/4/2003	-	0.1887727	1.804213	0.00266	1.315851	-	0.005304182	18.8
9/4/2003	-	0.1861042	1.823718	0.0029	1.325456	0.1838592	0.005560551	18.63
10/4/2003	0.00018	0.180866	1.891985	0.0031	1.363875	0.1838592	0.005480988	18.6
11/4/2003	0.00019	0.180866	2.009015	0.00345	1.411899	-	0.005648954	19.42
14/4/2003	-	0.1813602	1.999262	0.0035	1.402294	0.193536	0.005746198	19.5
15/4/2003	-	0.1867961	1.970005	0.00335	1.383085	0.2709504	0.005799239	19.96
16/4/2003	0.0002	0.1856101	1.98951	0.00355	1.411899	0.24192	0.00554287	19.9
17/4/2003	0.00019	0.1877646	1.999262	0.00357	1.402294	0.24192	0.00580808	20.05
18/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	-
21/4/2003	-	-	-	-	-	-	-	20.15
22/4/2003	-	0.1907297	2.018767	0.0035	1.383085	-	0.0058346	20
23/4/2003	-	0.1947028	1.979757	-	1.363875	-	0.005640114	19.67
24/4/2003	-	0.1927261	1.930995	0.0033	1.35427	-	0.00552519	19.05
25/4/2003	-	0.1927261	1.970005	0.00347	1.335061	-	0.005657794	18.7
28/4/2003	-	0.1959382	2.048025	0.00325	1.37348	0.24	0.005609071	18.8

Fonte: Economática

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	VIGOR	CELESC	MARCOPOLO	NET	CCR RODOVIAS
29/1/2003		0.5	3.636716	0.39	7.175926
30/1/2003		0.5	3.744543	0.37	7.080247
31/1/2003		0.51	3.813161	0.37	7.175926
3/2/2003		0.5	3.803358	0.36	-
4/2/2003		0.48	3.813161	0.32	7.118519
5/2/2003		0.49	3.920988	0.32	7.175926
6/2/2003		0.48	3.881778	0.31	7.175926
7/2/2003		0.48	3.97	0.3	7.128086
10/2/2003		0.48	4.019012	0.31	7.128086
11/2/2003		0.48	3.979802	0.31	7.118519
12/2/2003		0.48	3.901383	0.3	6.984568
13/2/2003	0.14002	0.48	3.734741	0.27	6.697531
14/2/2003	-	0.47	3.871975	0.27	-
17/2/2003	-	0.47	3.822963	0.28	6.697531
18/2/2003	0.14	0.47	3.822963	0.29	-
19/2/2003	-	0.47	3.822963	0.29	6.687963
20/2/2003	0.1595	0.47	3.822963	0.28	-
21/2/2003	-	0.47	3.871975	0.3	6.676395
24/2/2003	-	0.47	3.871975	0.3	-
25/2/2003	-	0.48	3.871975	0.3	6.506173
26/2/2003	-	0.46	3.97	0.28	6.601852
27/2/2003	-	0.47	4.019012	0.29	6.601852
28/2/2003	-	0.46	4.04842	0.3	6.697531
3/3/2003	-	-	-	-	-
4/3/2003	-	-	-	-	-
5/3/2003	-	0.46	4.068025	0.31	-
6/3/2003	-	0.47	4.068025	0.31	6.697531
7/3/2003	-	0.48	4.097432	0.31	6.841049
10/3/2003	-	0.46	4.019012	0.29	6.888889
11/3/2003	-	0.46	4.019012	0.29	6.936728
12/3/2003	-	0.46	4.019012	0.29	6.984568
13/3/2003	-	0.47	3.97	0.3	6.984568

Fonte: Economática

ANEXO C

Cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 30 pregões antes e 30 pregões depois de 14/03/2003

Data	VIGOR	CELESC	MARCOPOLO	NET	CCR RODOVIAS
14/3/2003	-	0.46	3.920988	0.31	7.032407
17/3/2003	-	0.46	4.019012	0.3	7.02284
18/3/2003	-	0.46	3.97	0.29	7.032407
19/3/2003	0.19	0.45	3.920988	0.28	7.080247
20/3/2003	-	0.45	3.97	0.28	7.032407
21/3/2003	-	0.45	3.97	0.29	6.936728
24/3/2003	0.19	0.45	3.97	0.28	7.128086
25/3/2003	0.2	0.46	3.97	0.29	-
26/3/2003	-	0.46	3.911185	0.28	7.175926
27/3/2003	-	0.44	3.920988	0.28	-
28/3/2003	-	0.45	3.920988	0.29	7.319445
31/3/2003	-	0.44	3.97	0.28	-
1/4/2003	0.18	0.44	3.94	0.28	7.367284
2/4/2003	0.18	0.47	3.91	0.3	7.462963
3/4/2003	0.2	0.5	3.94	0.32	7.462963
4/4/2003	0.206	0.48	3.9	0.32	7.606481
7/4/2003	-	0.47	3.84	0.32	8.132716
8/4/2003	-	0.46	3.8	0.31	8.132716
9/4/2003	-	0.45	3.9	0.3	7.75
10/4/2003	-	0.46	3.9	0.3	7.75
11/4/2003	-	0.46	3.86	0.32	8.11
14/4/2003	-	0.46	3.92	0.31	8.4
15/4/2003	-	0.46	3.9	0.33	8.5
16/4/2003	-	0.46	3.8	0.31	8.97
17/4/2003	-	0.47	3.7	0.33	9.1
18/4/2003	-	-	-	-	-
21/4/2003	-	-	-	-	-
22/4/2003	-	0.47	3.69	0.34	9
23/4/2003	-	0.47	3.7	0.35	8.82
24/4/2003	-	0.46	3.66	0.34	8.82
25/4/2003	0.206	0.47	3.7	0.34	9.1
28/4/2003	-	0.47	3.7	0.37	8.9

Fonte: Economática

ANEXO D

100

Valores do IBOVESPA e IGC
Situação 1 e Situação 2

Situação 1			Situação 2		
Data	IBOVESPA	IGC	Data	IBOVESPA	IGC
14/5/2001	14132		29/1/2003	10863	979
15/5/2001	14226		30/1/2003	10750	964
16/5/2001	14714		31/1/2003	10941	980
17/5/2001	14793		3/2/2003	10910	993
18/5/2001	14884		4/2/2003	10577	983
21/5/2001	15127		5/2/2003	10591	989
22/5/2001	14828		6/2/2003	10565	985
23/5/2001	14691		7/2/2003	10380	979
24/5/2001	14523		10/2/2003	10479	985
25/5/2001	14310		11/2/2003	10509	985
28/5/2001	14302		12/2/2003	10509	989
29/5/2001	14453		13/2/2003	10107	968
30/5/2001	14489		14/2/2003	10080	967
31/5/2001	14649		17/2/2003	10188	969
1/6/2001	14791		18/2/2003	10449	995
4/6/2001	15103		19/2/2003	10251	976
5/6/2001	15394		20/2/2003	10216	972
6/6/2001	15328		21/2/2003	10330	978
7/6/2001	15464		24/2/2003	10253	972
8/6/2001	15366		25/2/2003	10191	974
11/6/2001	15224		26/2/2003	9994	961
12/6/2001	15173		27/2/2003	10150	974
13/6/2001	15403		28/2/2003	10280	994
15/6/2001	14985		5/3/2003	10305	1002
18/6/2001	14355		6/3/2003	10615	1040
19/6/2001	14400		7/3/2003	10723	1039
20/6/2001	14571		10/3/2003	10308	1014
21/6/2001	14822		11/3/2003	21/4/1928	2/10/1902
22/6/2001	14682		12/3/2003	10582	1017
25/6/2001	14539	1000	13/3/2003	10783	1047
26/6/2001	14459	987	14/3/2003	12/8/1929	24/11/1902
27/6/2001	14308	994	17/3/2003	10874	1059
28/6/2001	14390	998	18/3/2003	11150	1079
29/6/2001	14559	1017	19/3/2003	11006	1075
2/7/2001	14555	1018	20/3/2003	11158	1087
3/7/2001	14352	1007	21/3/2003	11377	1104
4/7/2001	14056	995	24/3/2003	11052	1082
5/7/2001	14047	971	25/3/2003	11232	1092
6/7/2001	13906	959	26/3/2003	11206	1101
10/7/2001	13569	937	27/3/2003	11233	1097
11/7/2001	13811	942	28/3/2003	11396	1098
12/7/2001	13912	966	31/3/2003	11273	1095
13/7/2001	14078	987	1/4/2003	11592	1100
16/7/2001	13811	974	2/4/2003	11872	1113
17/7/2001	14168	980	3/4/2003	12006	1114
18/7/2001	13790	962	4/4/2003	12065	1138
19/7/2001	13761	971	7/4/2003	12135	1156
20/7/2001	14092	981	8/4/2003	11778	1132
23/7/2001	14067	984	9/4/2003	11758	1122
24/7/2001	13737	966	10/4/2003	11591	1108
25/7/2001	13955	975	11/4/2003	11718	1112
26/7/2001	13810	970	14/4/2003	11873	1116
27/7/2001	13910	981	15/4/2003	12106	1142
30/7/2001	13703	975	16/4/2003	12043	1137
31/7/2001	13754	982	17/4/2003	12395	1155
1/8/2001	13743	976	22/4/2003	12452	1163
2/8/2001	13822	974	23/4/2003	12394	1172
3/8/2001	13838	977	24/4/2003	12120	1158
6/8/2001	14046	998	25/4/2003	12126	1152
7/8/2001	14035	1002	28/4/2003	12462	1176

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Data	dias	IBOVESPA	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP
15/5/2001	1	1.006651571	1.007142851	1	1.0129032	1.027174	1	0.954545284	0.993421
16/5/2001	2	1.020383815	1.029476233	1.016530045	1.06104012	1.034723	0.976702584	1	1.0178991
17/5/2001	3	1.015354137	1.020413784	1.0146006	1.03710102	1.026467	0.984407448	1	1.0328974
18/5/2001	4	1.013045632	1.017185662	1.010930585	1.01973072	1.017213	0.996694237	0.998861684	1.0283747
21/5/2001	5	1.013700908	1.013047808	1.004405457	1.00899787	1.010641	0.997354514	0.998175153	1.0226361
22/5/2001	6	1.008044779	1.008307638	1	1.00530537	1.011443	0.997794942	0.99771423	1.0137715
23/5/2001	7	1.005557289	1.010504878	0.99352642	1.00454574	1.014138	0.997824286	0.997382103	1.0100315
24/5/2001	8	1.003417309	1.009708192	0.986916281	1.00160387	1.011735	0.997483499	0.997130408	1.0079964
25/5/2001	9	1.00139173	1.008160964	0.986998259	0.99906461	1.012081	0.997215837	0.997448845	1.0070978
28/5/2001	10	1.001196481	1.006080879	0.987048421	0.99915811	1.007868	0.996999932	1	1.002601
29/5/2001	11	1.002043929	1.005909858	0.991572943	1.00087592	1.008974	0.993513829	1	1.0041015
30/5/2001	12	1.002081164	1.005486101	0.995248125	1.00264917	1.008636	0.990164915	1	1.0047532
31/5/2001	13	1.002767696	1.004804068	0.992864776	1.00171912	1.008348	0.990918013	1	1.0067959
1/6/2001	14	1.003260816	1.005536051	0.994233188	1.00204628	1.006689	0.990507385	1.00160649	1.006745
4/6/2001	15	1.004439939	1.006609205	0.997742449	1.0037698	1.007883	0.991632506	0.998468525	1.0066946
5/6/2001	16	1.005360321	1.006448973	0.997883396	1.00504633	1.00647	0.991689017	0.997096711	1.0075725
6/6/2001	17	1.00479023	1.00654393	0.997329315	1.00439599	1.007238	0.990890147	0.997267259	1.0072945
7/6/2001	18	1.005016597	1.008071628	0.998118353	1.00641242	1.008164	0.992192966	0.997418882	1.0088079
8/6/2001	19	1.004415802	1.006693759	0.998217299	1.0079011	1.006218	0.99299667	0.998790746	1.0081961
11/6/2001	20	1.003728504	1.005559617	0.997729463	1.00565353	1.004677	0.99259342	0.998851174	1.0063459
12/6/2001	21	1.003390296	1.006988699	0.997837467	1.00454888	1.004926	0.993125016	0.997787205	1.0050613
13/6/2001	22	1.003922243	1.005778342	1.000502391	1.00602532	1.006243	0.994118324	0.999480644	1.0064253
15/6/2001	23	1.002551422	1.004481852	0.999023396	1.00491431	1.005134	0.994373328	1.000977556	1.0048779
18/6/2001	24	1.000652571	1.002292154	0.997621233	1.00393005	1.00348	0.994138992	1.000936806	1.0029155
19/6/2001	25	1.000751741	1.002132497	0.99724409	1.00417142	1.00253	0.994506131	0.999080833	1.0030441
20/6/2001	26	1.001177289	1.002569588	0.996890649	1.004435	1.002685	0.994893849	0.99911617	1.0033247
21/6/2001	27	1.001767146	1.002598284	0.99958626	1.00513751	1.004245	0.995645343	0.999148891	1.0036029
22/6/2001	28	1.00136452	1.003097353	0.99796071	1.00537464	1.003919	0.996731695	1	1.0046657
25/6/2001	29	1.000979547	1.002876807	0.997623763	1.00381568	1.003952	0.996717156	1.000775225	1.0040698

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Data	dias	IBOVESPA	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP
26/6/2001	1	0.994497558	0.978618752	1.023809524	0.98209085	0.980583	1.033333307	1	0.9971346
27/6/2001	2	0.992024042	0.991327679	1.02933173	0.98222189	1.002424	1	1.021980611	0.9897133
28/6/2001	3	0.996572164	0.99559475	1.023264108	0.99008089	0.996753	0.986230899	1	0.9861843
29/6/2001	4	1.000343725	1.000386426	1.008811424	1.00827341	1	0.990037328	1.005509841	0.9926084
27/2001	5	1.000220001	1.004408918	1.004717191	0.99872573	1	0.989407623	1.008734937	0.989257
37/2001	6	0.997844761	0.998771922	1	0.99893799	0.998375	0.98921976	1.003669862	0.9859692
47/2001	7	0.995185151	0.995699491	0.993054211	0.99403471	0.995786	0.99075265	1.009262406	0.9857
57/2001	8	0.995706015	0.99506138	0.99235823	0.9894355	0.993164	0.990425944	1.010701565	0.9835908
67/2001	9	0.995066179	0.99320174	0.997326076	0.98990961	0.996166	0.991485186	1.007196708	0.9851079
10/7/2001	10	0.993119091	0.992558099	0.992616595	0.98345403	0.994016	0.991935764	1.004357972	0.9840485
11/7/2001	11	0.995340949	0.992828424	1	0.99058882	0.995024	0.991205801	1.00396101	0.9875582
12/7/2001	12	0.996333163	0.994969977	0.997993886	0.99566149	0.99754	0.990232743	1.007121712	0.9896936
13/7/2001	13	0.9975245	0.999561299	0.999079179	0.99543309	0.999626	0.989700298	1.006572092	0.9899715
16/7/2001	14	0.996337486	0.997786517	1.000845676	0.99615004	0.9986	0.989951326	1.006101228	0.9906845
17/7/2001	15	0.998278231	0.997877091	1	0.99761112	0.998363	0.991067438	1.00431183	0.992135
18/7/2001	16	0.99669977	0.996443984	0.999251768	0.99509357	0.998465	0.991623378	1.004041797	0.9910166
19/7/2001	17	0.996770157	0.997317798	0.998583501	0.99679263	0.999426	0.992114173	1.003803593	0.9930955
20/7/2001	18	0.998266647	0.998750146	1.000657686	0.99833994	1.000537	0.992081478	1.003591903	0.9980176
23/7/2001	19	0.998264504	0.998815889	0.999369873	1.00045419	0.999487	0.992719447	1.003402534	0.9977994
24/7/2001	20	0.997166932	0.997154174	0.997563465	0.99974471	0.998523	0.992444439	1.003232133	0.9965251
25/7/2001	21	0.998049675	0.997663024	0.999429868	1.00170332	0.998593	0.99280293	1.003077985	0.997721
26/7/2001	22	0.997664471	0.997729643	0.998348291	1.00112866	0.999109	0.993516531	1.000999539	0.9976852
27/7/2001	23	0.998078948	0.998279445	0.999479432	0.99962237	1.000211	0.996659442	1.00095606	0.9983165
30/7/2001	24	0.997535546	0.998099363	0.997969141	0.99809226	1.000403	0.996798409	1.000916206	0.9980184
31/7/2001	25	0.997782263	0.998588786	0.998546352	1.00024588	1	0.996766468	1.003412115	0.9986932
1/8/2001	26	0.997836763	0.998145414	0.997642439	0.99982649	0.999625	0.996736367	1.000845699	0.9987434
2/8/2001	27	0.998128673	0.998830039	0.997729657	1.00113323	0.99909	0.997153634	1.001215174	0.9987899
3/8/2001	28	0.99823669	0.999084993	0.997810652	1.0008867	0.999123	0.998128041	1.001554244	0.9985083
6/8/2001	29	0.998811154	1.000693825	0.998746729	1.00105503	0.999832	0.999094608	1.002227941	0.9995332

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

data	SADIA S/A	UNIBANCO	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
15/5/2001	1.04132225	0.947578869	0.99156	1.028572	1.023872651	1.016666807	1.024096297	0.967272722	0.9873913
16/5/2001	1.020451983	0.979258557	1.00421	0.994269	1.005291036	1.005540355	1.01395875	0.972344933	1
17/5/2001	1.008197088	1.01041741	0.99006	1	1.000883392	1.013520226	1.012428514	0.974513578	1.00432912
18/5/2001	1.002059735	1.007802927	0.98928	1.013989	1.005263334	1.013608634	1.010865753	0.99124949	1
21/5/2001	1	1.006237486	0.99142	1.026037	1.002113064	1.015928888	1.013448584	0.997441495	1
22/5/2001	0.998617828	1.011886727	0.98389	1.013801	1.001321882	1.008075954	1.006584084	0.990695336	0.99963736
23/5/2001	0.996419848	1.013014526	0.98287	1.011818	0.999620638	1.003144861	1.000572736	0.99204652	0.99642146
24/5/2001	1.001029338	1.01616099	0.97901	1.00697	1.003277795	0.998604351	0.997467637	0.993489968	0.99614404
25/5/2001	0.99907834	1.010107848	0.97912	1.007994	1.00204624	0.994961365	0.995917928	0.990995536	0.99202054
28/5/2001	0.99833469	1.006143151	0.97814	1.005028	0.999468226	0.99758509	0.99590947	0.991500342	0.99235072
29/5/2001	0.997720236	1.008262488	0.97628	1.005065	1.004479911	0.99923956	0.995900965	0.99421575	0.99555469
30/5/2001	0.99720253	1.007571348	0.97688	1.009059	1.00410582	1.000921268	0.999664712	0.994051619	0.9974277
31/5/2001	0.997417441	1.006238763	0.98703	1.010325	1.006475637	1.003350652	1.00183326	0.995399618	1
1/6/2001	0.996990224	1.007174433	0.98434	1.009584	1.006186788	1.003869429	1.003367611	0.995452409	1.00150691
4/6/2001	0.999446902	1.007330878	0.98875	1.008942	1.006422771	1.006034618	1.004914291	0.993930625	1.00367221
5/6/2001	1	1.007462196	0.98945	1.008381	1.005258269	1.00565639	1.004840315	0.994172571	1.00676524
6/6/2001	0.99902007	1.00646564	0.98977	1.00714	1.006795167	1.00709859	1.005773253	0.994233483	1.00757888
7/6/2001	0.998606193	1.006115891	0.98922	1.00603	1.005483869	1.006177111	1.005329468	0.996887708	1.00894771
8/6/2001	0.998232265	1.006280263	0.99084	1.005712	1.005826793	1.007126299	1.006194746	0.999712181	1.00847479
11/6/2001	0.998320577	1.005016715	0.99155	1.005425	1.006010195	1.006523861	1.004205185	0.99972657	1.00576055
12/6/2001	0.9971663	1.005230875	0.99147	1.005166	1.006171913	1.00488601	1.002969959	0.999126621	1.0045489
13/6/2001	0.997690923	1.004992515	0.99231	1.001281	1.007463141	1.005929028	1.006635915	0.999568291	1.00377902
15/6/2001	0.997412389	1.00460979	0.99167	1.003517	1.005837101	1.003820585	1.006619132	0.998062829	1.00364932
18/6/2001	0.996036615	1.003778535	0.99105	1.002226	1.005593209	1.000688964	1.002503545	0.996052395	1.002035
19/6/2001	0.995831007	1.002053834	0.9912	1.002136	1.005740451	1.001527241	1.004126428	0.997605154	1.00187045
20/6/2001	0.994922493	1.003114531	0.99349	1.002054	1.003886038	1.002081682	1.004798188	0.998503824	1.00367251
21/6/2001	0.996139225	1.004066098	0.99336	1.003987	1.002195714	1.003348083	1.004751786	0.997567735	1.00554009
22/6/2001	0.996924015	1.003237872	0.99214	1.003081	1.001211502	1.002493594	1.00432727	0.997723614	1.00507176
25/6/2001	0.997644063	1.003126047	0.9933	1.002223	1.001169701	1.002496939	1.003329855	0.997868649	1.00489645

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA

Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Data	SADIA S/A	UNIBANCO	VARIG	WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM	CEMIG
26/6/2001	1.008849522	1.019230683	0.92308	1.016483	1.015384598	0.981912091	0.997082434	1.024951628	0.97358508
27/6/2001	0.973089286	1.004796225	0.96874	1.010929	1.022816599	0.985947721	0.987891313	1.003860855	0.99242431
28/6/2001	0.978909353	0.999935878	0.97367	0.996323	1.017635936	0.992187212	0.99609468	0.99872165	1.0068709
29/6/2001	0.99778024	1.00472603	0.97331	0.997241	1.018699662	0.999353396	0.997253278	1.022669993	1.00838454
2/7/2001	0.990989535	1.007576634	0.97859	1.003275	1.014931963	1.002468402	0.998390164	1.030225066	0.99841005
3/7/2001	0.992485622	1.010885335	0.98119	1.002729	1.00338994	0.996962374	0.996195333	1.023982691	0.99165163
4/7/2001	0.993555637	1.00749424	0.98863	1.006164	1.003623374	0.995206632	0.9921046	1.014039536	0.9871135
5/7/2001	0.993203343	1.007035815	0.99004	1.004285	1.011394103	0.996335782	0.990966697	1.012051732	0.990239
6/7/2001	0.99395624	1.00420218	0.99712	1.002817	1.004751996	0.991996536	0.988903195	1.011492481	0.99707287
10/7/2001	0.995484573	1.001906626	0.99741	1.001636	1.005013563	0.989433998	0.987258699	1.008917801	0.99732657
11/7/2001	0.994203348	1.000870335	0.99571	0.998996	1.007411476	0.990286383	0.988037022	1.007289518	0.9993461
12/7/2001	0.993899722	1.001588603	0.99562	0.999541	1.006394212	0.995361497	0.992263608	1.008899943	1.00393872
13/7/2001	0.991401235	1.002621104	0.9895	0.999364	1.008968617	0.995926543	0.994431347	1.009550617	1.00103852
16/7/2001	0.994089185	1.002566631	0.99351	0.999211	1.005988332	0.993653963	0.99342192	1.003774444	1.00104412
17/7/2001	0.995116794	1.002395317	0.99394	1.000487	1.004150722	0.998079493	0.996868791	1.004133528	1.00124692
18/7/2001	0.994225561	1.001132157	0.99432	1.001584	1.001269883	0.996177895	0.995179669	1.003749086	1.00186061
19/7/2001	0.995129726	1.001110003	0.9923	1.002534	1.001784256	0.995264835	0.993636411	1.00278169	1.00066241
20/7/2001	0.995399673	1.000531781	0.98873	1.000909	0.999714408	0.997836058	0.994436119	1.002420013	1.00020927
23/7/2001	0.995135093	1.00198831	0.9928	1.001317	0.999457549	0.998623089	0.996799931	1.001704226	1.00137318
24/7/2001	0.995858752	1.00058441	0.99316	1.003407	0.999355039	0.996941146	0.995589487	1.001993694	0.99944997
25/7/2001	0.995597396	1.000556573	0.99349	1.004486	0.999385742	0.997708808	0.996362628	1.002689601	1.00202496
26/7/2001	0.995797093	1.000531268	0.99378	1.003811	1.000232531	0.997094148	0.994709953	1.00206468	1.00203154
27/7/2001	0.997630686	1.000508163	0.99405	1.003191	1.000883226	0.996860548	0.995116312	1.001894234	1.00161179
30/7/2001	0.998116088	1.000486985	0.99478	1.002838	0.999027667	0.997014244	0.995488264	1.000325181	0.99984249
31/7/2001	0.998191377	1.001237409	0.99499	1.002724	1.00081254	0.996933722	0.995179786	1.001069333	0.99969702
1/8/2001	0.998965633	1.001482107	0.99474	1.002416	1.000781276	0.997940285	0.996175663	1.001317169	0.99919367
2/8/2001	1.000326372	1.001145697	0.99493	1.001931	1.000378003	0.998735279	0.997169788	1.000773037	1.00027852
3/8/2001	1.000712534	1.001097948	0.99405	1.001478	1.00072545	0.997814148	0.996989212	1.000548549	0.99986499
6/8/2001	1.000687955	1.000736363	0.99528	1.000481	0.999822726	0.998637795	0.997902245	1.000957063	1.00051674

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	CELESC	MARCOPOLO
15/5/2001	1	1.010716627	0.987341684	0.9782608		0.991304526	1	1
16/5/2001	1	1.04639045	1.006309188	1.0108111	0.992237914	1.029985227	1.010363	1
17/5/2001	1.002209952	1.039660411	1.004201715	1.0177973	0.992207473	1.024882944	1.0068968	1.005917348
18/5/2001	1.00330583	1.016089796	1.009361394	1.0106967	0.992176711	1.022694011	1.0102578	1.008811498
21/5/2001	1.003955298	1.011719806	1	1.0043105	0.992145622	1.01188789	1.0081978	1.007043009
22/5/2001	1.004381406	1.009321944	1	1	0.992114199	1.007118503	1.0034425	1.00295431
23/5/2001	1.004679866	1.014565431	0.996343491	0.9936699	0.992082438	1.003198969	1	1
24/5/2001	1.004898575	1.011401147	0.996799822	0.9916053	0.992050331	0.999346333	0.9946942	1
25/5/2001	1.005064155	1.011611743	0.992761569	0.9899429	0.992017872	0.990986102	0.9903787	1.001968571
28/5/2001	1.005192586	1.009110566	0.990764742	0.9873468	0.991985055	0.993739588	0.9890602	0.99673826
29/5/2001	1.00529404	1.011162708	0.991600774	0.9873747	0.991951872	0.994974432	0.9921211	1
30/5/2001	1.0053753	1.010444472	0.992298007	0.9894445	0.991918318	0.996754287	0.9908751	1
31/5/2001	1.005441061	1.008227894	0.996011067	0.9883499	0.987622421	0.99905825	0.9933292	1.001362445
1/6/2001	1.005494678	1.007292209	0.996295463	0.9882778	0.991952376	1.008795771	0.9954007	1.001013716
4/6/2001	1.005538609	1.008203774	0.999151086	0.9931603	0.992486863	1.010546923	0.9985974	1.000946103
5/6/2001	1.005574699	1.00801295	1.00078648	0.9950661	0.992954776	1.008654092	0.998685	1
6/6/2001	1.005604358	1.00904144	1.003616456	0.9953557	0.993367824	1.0070554	1	1.000834751
7/6/2001	1.005628683	1.008534197	1.006643553	0.9987797	0.992405647	1.00853106	1.0011462	1.000395499
8/6/2001	1.005648539	1.006062763	1.00508976	0.9982567	0.991514488	1.008396108	1.0010858	1
11/6/2001	1.005664617	1.005231073	1.001865307	0.9981688	0.991937049	1.006457626	1	0.998917528
12/6/2001	1.005677477	1.005109319	1.001191243	0.9982559	0.99231952	1.005855285	1	0.998269712
13/6/2001	1.005687577	1.005701523	1.003332969	0.9998923	0.99266735	1.008321784	1.0009377	1
15/6/2001	1.005695295	1.004457694	1.002671774	1.0013393	0.994401692	1.006473914	0.9990851	0.998740486
18/6/2001	0.99145951	1.003577145	1.000524251	0.9984738	0.992580996	1.003144499	0.9963811	0.999400658
19/6/2001	0.990650398	1.002127799	0.998452618	0.9975954	0.992876697	1.002693713	0.9974218	1
20/6/2001	0.989871163	1.003303592	1.001901525	1.0003387	0.993149729	1.003458325	0.9983644	1.000137133
21/6/2001	0.989116539	1.004453361	1.004003881	1.0003261	0.992773854	1.005119347	1.000764	1.000263656
22/6/2001	0.990159883	1.004845954	1.00386061	1.0011	0.991787282	1.005742957	0.9992484	1.00050673
25/6/2001	0.991120682	1.00520351	1.002931855	0.9999183	0.988875045	1.003753908	0.9985335	1.000489252

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 1 - 29 pregões antes e 29 pregões depois de 26/06/2001

Data	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST	CELESC	MARCOPOLO
26/6/2001	1.018072289	0.962406148	0.96511628	1	1.098039274	0.99375961	1	1
27/6/2001	1.017911872	0.974615144	0.982403319	1.0056023	1.0525413	0.995308816	1	1
28/6/2001	1.017755177	0.990724638	0.988234202	1.0037314	1.037771083	1.008252013	1	0.994096625
29/6/2001	0.998490562	1.003118251	1	0.9971791	1.023657019	1.014875368	0.9945203	0.992882114
2/7/2001	1.010615587	0.999079642	0.997663534	0.9977427	1.015216129	1.003100816	0.9956139	0.996453782
3/7/2001	1.018225432	0.993703599	0.996085924	0.9943015	1.015709807	1.00129582	0.9926187	0.991610001
4/7/2001	1.017244655	0.991229015	0.991479623	0.9917741	1.016016289	1.0011106	0.9904118	0.997465702
5/7/2001	1.016493605	0.987961078	0.987869363	1	1.015107906	0.997838628	0.9916053	1.000439457
6/7/2001	1.015895863	0.990199159	0.989209912	0.9974778	1.014393424	0.996491556	0.9925345	0.997630233
10/7/2001	1.015405626	0.988869859	0.989006686	0.9930447	1.007579341	0.992780832	0.9909441	0.998225316
11/7/2001	1.014993767	0.991229973	0.99344696	0.9958283	1.005772261	1.001416472	0.9980039	0.998060681
12/7/2001	1.014640876	0.996413148	0.995020922	0.9971467	1.004256236	1.00116559	0.9963025	0.997320009
13/7/2001	1.014333517	0.998278895	0.990536303	0.9991312	1.002963324	0.997825164	0.9965865	0.997525907
16/7/2001	1.014062093	0.995228435	0.994847558	0.9975538	1	0.999155436	0.9968299	0.997442847
17/7/2001	1.013819564	0.996077641	0.996829835	1.0007452	1.001295376	1.003745263	0.9985358	0.998096923
18/7/2001	1.013600649	0.9951528	0.995490159	0.9978592	0.996863567	1.000774386	0.9972256	0.998215759
19/7/2001	1.013401304	0.996538296	0.996482777	0.9986639	0.992664506	0.999496235	0.9973886	0.998320626
20/7/2001	1.013218383	0.997607334	0.998029351	1.0006209	0.98927152	1.001742811	0.9987797	0.998413851
23/7/2001	1.0130494	0.997183275	0.998132972	1	0.992259802	1.00006097	0.9988439	0.998306537
24/7/2001	1.012892362	0.997030254	0.997009571	0.9988642	0.99376139	1.001802981	0.9977799	0.998391142
25/7/2001	1.012745654	0.997446165	0.99715177	0.9989183	0.995098521	1.003826735	0.9967937	0.998525293
26/7/2001	1.012607952	0.996595028	0.996718095	0.9984426	0.995320793	1.004260492	0.9969392	0.998647198
27/7/2001	1.012478161	0.997901479	0.997399119	0.9990123	0.995523781	1.003946294	0.9980692	0.998758452
30/7/2001	1.012355365	0.99831369	0.997507354	0.9995293	0.99570989	1.002147441	0.9971939	0.998810152
31/7/2001	1.012238793	0.999082121	0.997606941	0.9986294	0.99588114	1.00218423	0.997306	0.998712707
1/8/2001	0	0.998649556	0.997222301	0.9977786	0.998462518	1.00102504	0.9982918	0.998762187
2/8/2001	0	0.997440367	0.997325041	1	0.999266839	1.000458823	0.9975053	0.998808005
3/8/2001	0	0.997631666	0.997420452	0.9995965	0.997087181	1.000328291	0.9984137	0.998850552
6/8/2001	0	0.999252219	0.999188931	1.0007666	0.998621458	1.00156431	0.9976771	0.998890166

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 29 pregões depois de 14/03/2003

Data	IBOVESPA	BRADESCO	BRADSPAR	GERDAU	ITAUSA	PERDIGAO S/A	RANDON PART	SABESP	SADIA S/A
17/3/2003	1.005269483	0.984615456	1	1.00318515	1	1.005263158	1.008620128	1.0157134	1
18/3/2003	1.025381644	1.027574286	1	0.99523787	1.015228	1.02513089	0.991453107	1.0111386	1
19/3/2003	0.987085202	0.997316382	0.969230769	0.98564612	1.027243	0.970377937	0.991379428	0.9669523	0.991666616
20/3/2003	1.013810649	1.018834037	1.015873016	0.98705499	1.03	1	1.017391065	0.9773418	0.974789761
21/3/2003	1.019627173	1.020246906	1	0.98754069	1.04369	1.004210526	0.991453544	1.0199455	1.008620744
24/3/2003	0.971433594	0.981880096	0.984375	0.9960162	0.967442	0.995807128	1.008620568	0.992254	0.982905876
25/3/2003	1.016286645	1.012302863	1.015873016	1.00499979	1.009615	1.042105263	1.008546889	1.0404403	1
26/3/2003	0.997685185	1.030381574	0.984375	1.01194042	1	1.039393939	0.991525108	0.996433	0.982609495
27/3/2003	1.002409424	0.994945621	1.015873016	1.00294999	1	1.034985423	1.025641115	1.0023454	1.008849607
28/3/2003	1.014510816	0.987298558	1.015625	1.01274482	1	1.014084507	1.008333646	1.0002463	1.017543038
31/3/2003	0.989206739	0.999142578	0.984615385	0.99645059	0.985714	0.990740741	1.04958693	1.0035705	0.991379256
1/4/2003	1.028297702	0.988841311	1.078125	0.99735372	1	0.999065421	0.944881459	1.0360691	1.008695708
2/4/2003	1.024154589	1.012650014	0.985507246	0.9751241	1.004831	1.037418148	0.974999915	1.0373003	1.008620744
3/4/2003	1.011287062	0.987123898	0.970588235	1.03061242	0.995192	0.995491434	1.042735774	1.0468037	1.034188248
4/4/2003	1.00491421	1.034783267	1.015151515	1.03597381	1.024154	1	1.024589395	1.0054526	0.991735487
7/4/2003	1.005801906	1.042016069	0.985074627	1.01019397	1.037736	1.000905797	1	1.0316702	0.991666616
8/4/2003	0.970580964	0.971774586	0.96969697	1.00441496	1.004545	0.999095023	0.968000432	0.9934819	0.991596587
9/4/2003	0.998301919	0.980912699	1	0.97488231	0.995475	1.000905797	0.99173523	1.0074075	1
10/4/2003	0.985796904	0.964467335	1.015625	0.98228677	0.995454	1.018099548	1	0.9580882	0.991525371
11/4/2003	1.010956777	1.000876693	1	0.9996722	0.981735	0.991111111	0.98333356	1.0163359	1
14/4/2003	1.013227513	0.999124075	1	1.04624451	0.995349	0.994618834	0.991525108	0.9898598	1.017094124
15/4/2003	1.019624358	1.048245043	1.046153846	1.01880874	1.023364	1.011722272	1.025641115	1.0341107	0.991596587
16/4/2003	0.994795969	0.970711706	0.970588235	1.02461575	1.013699	1.016042781	0.98333356	0.9979978	0.991525371
17/4/2003	1.029228598	1.03017198	1.015151515	1.00570535	1.018018	1.00877193	1.042372727	1.0253431	1.017094124
22/4/2003	1.004598628	1.010042117	1	0.98984777	1.004425	1	1	0.9907312	0.991596587
23/4/2003	0.995342114	1.010770304	0.985074627	0.99245884	1	1.006086957	0.991870446	1.0057172	1.025423887
24/4/2003	0.977892529	0.996721501	0.96969697	1.00911832	0.982379	1.006914434	1.021801218	1.007442	1.033058051
25/4/2003	1.00049505	0.978618821	1.015625	0.99698816	0.986547	0.992274678	0.983606557	1.0259567	1
28/4/2003	1.027709055	1.031091908	1.015384615	0.99697866	1.059091	1.003460208	1.016666667	0.9979999	1.008000047

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 29 pregões depois de 14/03/2003

Data	UNIBANCO	VARIIG SERV	VARIIG TRANSP	VARIIG WEG	ARACRUZ	BRASIL T PAR	BRASIL TELEC	BRASKEM
17/3/2003	1.009314216	#VALOR!		0.875	0.997214534	1.001059593	0.997340746	1.011784311
18/3/2003	1.051012702	#VALOR!	1.000278087	1.09524	0.998282	1.02734322	1.021026629	1.052941176
19/3/2003	1.012195088	#VALOR!	1.000278009	1	0.998279	0.994329946	0.977352448	0.989944134
20/3/2003	1.01204816	#VALOR!	1.000277932	1.04348	0.993103	1.010367544	1.001782208	0.998927765
21/3/2003	1	#VALOR!	1.000277855	0.95833	1.006945	1.005644395	1.014235027	1.056380995
24/3/2003	0.976190541	#VALOR!	0.992592593	0.97101	0.989655	0.98469387	0.982455732	0.989625114
25/3/2003	1.007317003	#VALOR!	0.992537313	0.98507	0.998518389	1.00518135	1.01339363	1.082139962
26/3/2003	1.004842652	#VALOR!	0.992481203	0.98485	1.00346	0.987113133	0.969162738	1.033757803
27/3/2003	0.98795184	#VALOR!	0.992424242	1	1.0029498	0.981723488	0.979999907	0.98207816
28/3/2003	1.004878086	#VALOR!	0.992366412	1.09231	1.005882249	1.005319152	1.010203656	1.018199705
31/3/2003	1.019417371	#VALOR!	0.992307692	0.98592	0.98245614	0.992063219	0.990817983	1.029468599
1/4/2003	1	#VALOR!	0.998643411	0.95714	0.986607221	1.02400029	1.042631912	1.069920225
2/4/2003	1.023809705	#VALOR!	0.998641568	0.97015	0.982759	1.014582918	1.022222283	1.021929825
3/4/2003	1	#VALOR!	0.99863972	0.96923	1.017544	1.017454128	1.004347483	1.014120172
4/4/2003	1.020930268	#VALOR!	0.998637867	1.03175	0.996974176	1.007063371	1.018181625	0.964915993
7/4/2003	1.02505678	#VALOR!	0.998636009	1.06154	0.986207	0.996994291	1.011054596	1.013157895
8/4/2003	0.933333287	#VALOR!	0.998634146	1.01449	1.013986	0.987436924	0.975610301	1
9/4/2003	0.98809527	#VALOR!	0.998632278	0.97143	1.015625054	0.98218854	0.991379113	1.021688312
10/4/2003	0.98795184	#VALOR!	0.998630405	0.95588	0.982759	1.007110996	0.991453265	0.977543324
11/4/2003	0.987804912	#VALOR!	0.998628527	1.04615	0.990950227	1.007776485	1.007162041	1.005591435
14/4/2003	1.012345644	0	0.983267468	0.95588	1.043321	1.008230045	1.019555556	1.034525862
15/4/2003	1	#DIV/0!	0.982982726	0.98462	0.986159	1.015306464	1.037489102	1.054122745
16/4/2003	1.034390239	#DIV/0!	0.982688125	1.01563	0.964912	0.994974933	1.004201681	1.017391304
17/4/2003	1.002122047	#DIV/0!	0.982383144	0.98462	1.018182	1.022727006	1.033472803	1.081973582
22/4/2003	1.023529592	#DIV/0!	0.982067225	1.03125	1.017857	0.992592677	0.982995951	1.052064632
23/4/2003	1.02298844	#DIV/0!	0.981739769	1	0.990895296	0.985074799	0.992586491	0.99662116
24/4/2003	0.966292229	#DIV/0!	0.981400131	0.98485	0.9954059	0.972806741	0.987551867	0.988322318
25/4/2003	0.998371925	#DIV/0!		1.03077	0.986153767	1.009947644	1.004201681	0.987560638
28/4/2003	1.00163073	#DIV/0!		0.98507	0.981279252	1.026438569	1.030962343	1.0350507

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 29 pregões depois de 14/03/2003

Data	CEMIG	CIA HERING	ITAUBANCO	KLABIN S/A	MANGELS INDL	RIPASA	ROSSI RESID	TRAN PAULIST
17/3/2003	1.008		1	1.032258406	0.964064436	0.9928056	1.055555556	1
18/3/2003	1.04365079	1.111111111	1.030577898	1.03124968	0.962724936	1.0072466	1	0.996422103
19/3/2003	0.97414449	1.2	1.003982276	0.969697271	0.961281709	0.9784167	1	0.958707356
20/3/2003	1.01053864	1.010416667	1.005586762	1.04374968	0.916666667	1.0147063	1	1
21/3/2003	1.02356122	1.010309278	1.038888354	1.011976666	1	1.0072466	1	1.048689162
24/3/2003	0.96981132	1.010204082	0.980446763	0.964496445	1	0.9784167	1.105263158	1.014285628
25/3/2003	1	1.01010101	1.004916855	1.006135286	1.177272727	1	1	1.03169025
26/3/2003	0.97859922	1.01	1.006047254	0.993902126	0.965250965	0.9926476	1	1.02218431
27/3/2003	0.99204771	1.00990099	1.010928514	1.018405228	0.992	0.9851848	1	1
28/3/2003	0.99799599	1.009803922	0.989189627	1.084337349	1	1.015038	1	1.008347147
31/3/2003	1.01445783	1.009708738	1.004863388	1.016666951	1	0.9851848	0.988095238	0.990066378
1/4/2003	1.05106888	0.91025641	0.987701055	1.071037951	1.008064516	1	0.987951807	0.998327628
2/4/2003	1.04632768	0.901408451	1.007713641	0.959183673	1.1	1.007519	0.987804878	0.991624888
3/4/2003	1.03671706	0.890625	0.995079306	0.946808511	0.993939394	1.0074629	0.987654321	1.005067584
4/4/2003	1.02430556	1.052631579	1.046373731	0.983146355	0.991056911	0.977778	1	0.998319195
7/4/2003	0.98644068	0.975	1.034184061	1.028571127	0.996718622	1.0530301	0.983333333	1.011784679
8/4/2003	0.9347079	0.974358974	0.969788866	1.027778063	0.985185185	0.9856111	0.983050847	0.998335976
9/4/2003	1.01801471	0.973684211	0.985863952	1.010810808	1.090225564	1.0072995	0.982758621	1.048333372
10/4/2003	0.98410979	0.972972973	0.971853403	1.037432871	1.068965517	1.0289855	1	0.985691526
11/4/2003	1.03119266	1.055555556	1	1.06185567	1.112903226	1.0352114	1.026315789	1.030645205
14/4/2003	1.01779359	1.01754386	1.00273241	0.995145382	1.014492754	0.9931971	1.025641026	1.017214514
15/4/2003	1.01398601	1.017241379	1.029972949	0.9853661	0.957142857	0.9863017	1.4	1.0092330625
16/4/2003	0.98931034	1.016949153	0.993650831	1.00990099	1.059701493	1.0208331	0.892857143	0.955792648
17/4/2003	1.0299756	0.95	1.011607666	1.004901709	1.005633803	0.9931971	1	1.047847054
22/4/2003	0.98138748		1.015791582	1.0097561	0.980392157	0.9863017	0.998412698	1.004566053
23/4/2003	1		1.02083105	0.980676324	0.971428571	0.9861108	0.998410175	0.966666781
24/4/2003	0.99655172		0.989847604	0.975369704	0.970588235	0.9929576	0.998407643	0.979623816
25/4/2003	1.00346021		1	1.02020202	1.051515152	0.985816	0.998405104	1.023999899
28/4/2003	1.05137931		1.016666658	1.03960396	0.936599424	1.028777	0.998402556	0.99138834

ANEXO E

Retornos das cotações de fechamento da BOVESPA
Situação 2 - 29 pregões depois de 14/03/2003

Data	VCP	VIGOR	CELESC	MARCOPOLO	NET
17/3/2003	0.98429319	1	1	1.024999821	0.968
18/3/2003	1.01223404	1	1	0.987804963	0.967
19/3/2003	0.98791382	0.9782609	0.9782609	0.987654408	0.966
20/3/2003	0.975	1	1	1.012499911	1
21/3/2003	1.02018549	1	1	1	1.036
24/3/2003	0.99197861	1	1	1	0.966
25/3/2003	1.01078167	1.052631579	1.0222222	1	1.036
26/3/2003	1.016	0.98	1	0.985185139	0.966
27/3/2003	0.9847769	0.979591837	0.9565217	1.002506402	1
28/3/2003	1.00746269	0.979166667	1.0227273	1	1.036
31/3/2003	0.98994709	0.978723404	0.9777778	1.012499911	0.966
1/4/2003	1.01282737	0.97826087	1	0.992443325	1
2/4/2003	1	1	1.0681818	0.992385787	1.071
3/4/2003	0.99102902	1.111111111	1.0638298	1.007672634	1.067
4/4/2003	1.00425985	1.03	0.96	0.989847716	1
7/4/2003	1.00530223	1	0.9791667	0.984615385	1
8/4/2003	0.99156118	1	0.9787234	0.989583333	0.969
9/4/2003	0.99095745	1	0.9782609	1.026315789	0.968
10/4/2003	0.99838969	1	1.0222222	1	1
11/4/2003	1.04408602	1	1	0.98974359	1.067
14/4/2003	1.00411946	1	1	1.015544041	0.969
15/4/2003	1.02358974	1	1	0.994897959	1.065
16/4/2003	0.99699399	1	1	0.974358974	0.939
17/4/2003	1.00753769	1	1.0217391	0.973684211	1.065
22/4/2003	0.99750623	1	1	0.997297297	1.03
23/4/2003	0.9835	1	1	1.002710027	1.029
24/4/2003	0.96847992	1	0.9787234	0.989189189	0.971
25/4/2003	0.9816273	1	1.0217391	1.010928962	1
28/4/2003	1.00534759	1	1	1	1.088