



Revista Base (Administração e Contabilidade) da
UNISINOS
ISSN: 1984-8196
RFDECOURT@unisinos.br
Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Brasil

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

Savelli, Andrea; Zilber, Moises; Nakamura, Wilson

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

Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS, vol. 17, núm. 2, 2020

Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337264549009>

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

The Influence of Adherence to the Arbitration Chamber in
Creating Value for Companies

Andrea Savelli savelli@adv.oabsp.org.br

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil

Moises Zilber moises.zilber@mackenzie.com

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil

Wilson Nakamura wtnakaura@uol.com.br

Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil

Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS, vol. 17, núm. 2, 2020

Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Brasil

Recepção: 29 Maio 2019
Aprovação: 27 Maio 2020

Redalyc: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=337264549009>

Resumo: A relação entre acionistas é propensa a ser conflituosa, e a Lei das Sociedades por Ações mostrou-se insuficiente para salvaguardar os direitos dos minoritários. A B3 (nome da nova bolsa do Brasil, resultado da fusão da BM&FBOVESPA com a CETIP) criou segmentos de listagem que prezam por rígidas regras de governança com o objetivo de melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir à um deles. Com base nos argumentos da teoria da agência e da sinalização, pretende-se avaliar se a adesão à câmara de arbitragem (ACA), requisito obrigatório do Novo Mercado e do Nível 2, influencia na criação de valor das empresas. O resultado da pesquisa qualitativa realizada, de caráter exploratório, indica que a arbitragem, como mecanismo de resolução de conflitos, apresenta diversas vantagens em relação ao tradicional Poder Judiciário e que, de modo geral, beneficia os acionistas minoritários. Há indícios de que a ACA diminui o custo de capital e influencia positivamente na criação de valor. A pesquisa é importante para ajudar os gestores das companhias a tomarem decisões melhores, e para colaborar no desenvolvimento do mercado de capitais, com o consequente crescimento da economia do país.

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

Abstract: The relationship between shareholders is likely to be conflicting, and the Brazilian Corporate Law has proved insufficient to safeguard minority rights. B3 (name of the new Brazilian stock exchange, which resulted from the merger of BM & FBOVESPA and CETIP) created listing segments that favor strict corporate governance rules, which aim to improve the valuation of those that decide to join one segments. Based on the arguments of agency theory and signaling, assess whether adhesion of the arbitration chamber, a mandatory requirement in Novo Mercado and Nível 2, both B3's segments, influences the creation of corporate value. The result of the qualitative research carried out, of an exploratory nature, indicates that arbitration as a mechanism for resolving conflicts presents several advantages over the traditional Judicial Branch, and that, in general, benefits minority shareholders. There are evidences that adhesion of the arbitration chamber reduces the capital's cost and positively influences the creation of value. Research is important to help company managers make better decisions, and to collaborate in the development of the capital market, with the consequent growth of the country's economy.

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

Introdução

As decisões estratégicas correspondem às decisões primordiais na condução dos negócios da companhia (Hall, 2004) como, por exemplo, adotar práticas de boa governança. Listar a empresa num dos segmentos da B3 significa que a empresa, espontaneamente, se compromete com obrigações adicionais às previstas na lei. Isso envolve custos, de um lado, mas por outro atrai os investidores, diminui o custo do capital, e cria valor para as Sociedades Anônimas.

O trabalho objetivou descobrir se um elemento específico das boas práticas de governança corporativa (BPGC), a ACA, influencia na criação de valor dessas sociedades, com base nas Teorias da Agência e da Sinalização. Pesquisas como esta são valiosas, não só por ajudar os gestores das companhias a tomarem melhores decisões, mas principalmente, para colaborar no desenvolvimento do mercado de capitais e, consequentemente, na economia do país. As BPGC, sobretudo as que protegem os acionistas minoritários são, segundo (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998, 2000), determinantes para o desenvolvimento do mercado de capitais.

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

A ACA, por possibilitar que os conflitos sejam resolvidos rapidamente e por profissionais altamente capacitados, pode sinalizar a idoneidade moral do gestor, mas a principal vantagem é o método em si, que é benéfico para praticamente todos os acionistas minoritários. Em vista disso, há pertinência na verificação da relação entre a ACA e o valor das empresas.

Para tanto, investigou-se o quanto e como a ACA protege o acionista minoritário, se é um elemento considerado pelos investidores na tomada de decisão, se transmite confiabilidade, e se auxilia na redução do custo de capital. O que determinou a escolha dessa boa prática, exclusivamente, dentre todas as BPGC foi, em primeiro lugar, por ela ser um dos requisitos obrigatórios nos segmentos mais exigentes da B3: o Nível 2 (N2) e o Novo Mercado (NM). No N2, devem ser cumpridas as regras do N1, mais outras práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários, como adotar a Câmara de Arbitragem do Mercado, constituída pela B3 em 2001, para solução de eventuais conflitos societários que possam surgir (B3, 2009).

Em segundo, pelo fato de, aparentemente, merecer maior destaque no Brasil devido às peculiaridades do país, já que a arbitragem é uma maneira eficiente de resolver os conflitos, num país onde predomina o capital concentrado (o que favore o litígio entre os acionistas), e a situação do Poder Judiciário é caótica. Por fim, a carência de estudos nesse sentido igualmente motivou a pesquisa.

A arbitragem é uma alternativa à prestação jurisdicional. Na prática, um juiz pode julgar controvérsias sem ter tempo suficiente para a devida análise, já que há outras centenas de processos aguardando julgamento. Perfeitamente plausível que o resultado seja anos de disputa, ou o que é ainda pior, com uma sentença injusta como desfecho.

Há estudos (IBRI, 2002, IFC, 2009; Silveira, Leal, Barros, & Silva, 2009) que demonstram que adotar BPGC cria valor para as empresas, mas é necessário separá-las para compreender melhor o quanto cada uma delas responde, isoladamente, por essa criação de valor. Assim sendo, a questão que norteou esta pesquisa foi a seguinte: a ACA influencia no valor das Sociedades Anônimas?

Foi realizado um levantamento bibliográfico e coletadas entrevistas com advogados selecionados. No trabalho foi relatada a importância da adoção das BPGC para criar valor para as companhias, com ênfase na ACA. Depois foi identificado, com base na teoria da agência, os sujeitos do conflito, e em seguida foi abordado o instituto da arbitragem e as consequências que um acionista pode enfrentar ao ter que procurar o sistema judiciário para solucionar uma controvérsia. Nessa parte detalhamos as vantagens da arbitragem e a situação crítica do judiciário brasileiro. Em seguida foi relatada a metodologia, conclusões e limitações do trabalho.

A hipótese apresentada de que a ACA colabora para a redução do risco do investidor, o qual irá exigir um prêmio menor, bem como para diminuir o custo do capital e criar valor para as empresas, é evidenciada após a revisão da literatura e da realização das entrevistas. O estudo é importante para as tomadas de decisão e, principalmente, para colaborar no desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento da economia do país.

Referencial Teórico

Governança Corporativa

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

Yamamoto e Prado (2003) afirmam que a GC é relevante para o crescimento econômico e credibilidade das empresas. Segundo Lodi (2000), é função desempenhada pelos conselhos de administração aumentar o retorno dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores e demais partes interessadas. Para Hasan (2009), GC envolve processos e estruturas que facilitam a criação de valor para os acionistas e pode influenciar as decisões estratégicas de uma empresa, como a de obter financiamento externo. Já na pesquisa de Vieira,

Cintra, Yamazaki, Costa, & Cassol (2015) tende-se a concluir de que adotar BPGC é vital para o desenvolvimento da empresa.

A cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o intuito de aumentar o valor das companhias, traz recomendações relativas às BPGC, as quais, segundo a CVM (2002), repercutem na redução do custo de capital e aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização. Nesse sentido, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa sustenta que um sistema de GC frágil tem relação com os altos custos de capital das empresas (IBGC, 2009). O instituto também ressalta que as BPGC alinham interesses para preservar e otimizar o valor da empresa, o que facilita seu acesso a recursos.

Em 2016, foi lançado na B3 o Código Brasileiro de Governança Corporativa, o qual observa que as BPGC são poderosas para atrair capital e dar maior proteção aos acionistas (IBGC, 2016). Vale ressaltar que o referido código resultou de um trabalho conjunto de 11 das mais notórias instituições do mercado de capitais do país, e adota o modelo “aplique ou explique” do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, cujo conteúdo é baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (IBGC, 2016). Em junho de 2017 foi editada a instrução CVM 586, a qual obriga as companhias a divulgarem informações sobre a aplicação das práticas de governança previstas no referido Código (CVM, 2017).

Segundo Bruce Mescher, 64% dos respondentes da pesquisa conduzida em 2010 pela International Finance Corporation (IFC), do Banco Mundial, realizada pela Deloitte e pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), concordam totalmente com a afirmação de que as BPGC impactam positivamente na atração e retenção de quem aplica na bolsa de valores. Os investidores entrevistados disseram que a GC é um fator decisivo para investimentos em países emergentes; 55% estariam dispostos a pagar um prêmio de 10%, e 38% pagariam um prêmio de 20% pelas ações de uma empresa com melhor governança. Os indicadores de desempenho das companhias listadas na B3 corroboram esses resultados. Os índices revelam que, quanto mais robustas são as práticas de GC, maior tende a ser o potencial de retorno para o investidor (Deloitte; IBRI, 2015).

Waldir Correia, presidente da Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC), citou 20 pontos da GC que, utilizados pelas companhias abertas, podem precificar as ações em mais de 20%. A aplicação de melhores práticas de GC, além de agregar valor às ações, atrai recursos para o mercado acionário, lembrou. A conclusão do seminário “Como Criar Valor às Ações, na Visão dos Investidores”, foi a de que GC agrega valor às empresas (IBRI, 2002).

O acesso de capital a um custo menor gera um aumento no valor de mercado da companhia e, conseqüentemente, incrementa a riqueza dos acionistas. É o caso das empresas do Círculo de Companhias, grupo que abriga as empresas pioneiras na governança corporativa na região, as quais, após comunicarem publicamente melhorias nas estruturas e processos de

GC, adicionaram aproximadamente 8% a seu valor de mercado (IFC, 2009).

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

Os três principais atributos que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança, de acordo com as evidências obtidas nos testes empíricos realizados por Silveira et al. (2009) são: oportunidades de crescimento, necessidade de financiamento externo e concentração de propriedade. Muito se comenta sobre BPGC e seus reflexos sobre o valor das ações (Rodriguez, 2017). No Brasil, rigorosos padrões de GC foram determinados com o lançamento do NM, o que atraiu investimentos (Lorenzi, 2009).

A criação dos segmentos de listagem pela B3 permitiu que as empresas fossem classificadas de acordo com as práticas de governança que adotam, o que foi essencial para que ganhassem competitividade. Vale lembrar que as empresas devem cumprir às exigências da SEC – Securities and Exchange Commission, criada em 1934 com a missão de proteger os investidores; manter mercados justos, ordenados e eficientes; e facilitar a formação de capital, se quiserem listar as suas ações nas bolsas americanas. Nos EUA também foi assinada a Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, com a finalidade de evitar que os investidores desaparecessem devido à insegurança em relação a adequada governança das empresas.

Embora não seja obrigatório, 194 empresas estão listadas em algum dos segmentos especiais da B3 (B3, 2017), sendo a criação de valor o principal motivo. Pode-se dizer que as BPGC também contribuem para: a) aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas; b) facilitar a internacionalização das operações da empresa; c) viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais; d) reduzir o custo de capital; e) agregar valor para os acionistas; f) facilitar o acesso ao crédito, e muitos outros (Ponte, Oliveira, De Luca, Oderlene, Arago, & De Sena, 2012).

Teoria da Agência

Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e os custos potenciais da separação entre propriedade e controle. Observaram que a pulverização da propriedade fortalece o poder dos gestores e que isso aumenta a probabilidade de eles agirem em benefício próprio, ao invés de agirem de acordo com o interesse dos acionistas.

Nestes casos é imperativo que haja GC, ou seja, mecanismos para proteger os direitos dos acionistas e reduzir o oportunismo administrativo (Zattoni & Cuomo, 2008).

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

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

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

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

Nota-se, destarte, que a concentração de propriedade tem um aspecto negativo de que um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência ao entrenchamento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa (Saito & Silveira, 2008). Logo, este efeito-entrenchamento se baseia na hipótese de que, quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas (Silveira & Lanzana, 2004). As evidências de expropriação de acionistas minoritários por acionistas majoritários, foram pesquisadas por Lang, Fan, Claessens, & Djankovet (1999).

De fato, quando os investidores financiam as companhias, eles ficam sujeitos ao risco de apropriação indevida (por parte de acionistas controladores ou administradores) de parcela do lucro de

seu investimento. É a adoção de BPGC que protege, inclusive os controladores, contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM). Tal medida é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais.

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

La Porta (2002) testou os efeitos da proteção legal dos acionistas minoritários na avaliação das empresas, e encontrou evidências de uma valorização mais acentuada daquelas situadas em países que oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários. Assim, sugere que o tamanho da proteção legal dos investidores é um fator determinante no desenvolvimento dos mercados financeiros de um país. Estes são mais volumosos e relevantes onde as leis são bem aplicadas e protegem os investidores externos.

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

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

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

La Porta et al. (2000) verificaram que, nos países com boa proteção legal, as empresas com crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que as empresas com crescimento mais lento, consistente com a ideia de que os acionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar por seus dividendos quando as oportunidades de investimento são boas. Constataram também que os acionistas, nesses países, usam os poderes legais para extrair dividendos das empresas, especialmente quando as oportunidades de reinvestimento são fracas. Tem-se, portanto, que a essência do problema de agência é a propriedade e o controle. Um gestor capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos.

A verdade é que os financiadores necessitam de gestores qualificados para fazer com que seus recursos gerem retorno, e o gestor precisa do capital dos financiadores. O problema de agência, nesse contexto, se refere às dificuldades que os financiadores têm de assegurar que os seus recursos não serão expropriados ou desperdiçados em projetos pouco atraentes (Shleifer & Vishny, 1997). Atentos à essa questão, a B3 tem atuado para identificar o “estado da arte” da GC, o que culminou na criação dos segmentos de listagem, sendo que cada um possui exigências próprias. O NM é o que exige os padrões de GC mais altos e é composto por 131 companhias (B3, 2017).

Desde a criação dos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, NM, N2 e N1, a B3 realiza vigorosas pesquisas sobre as melhores práticas adotadas internacionalmente, e um dos requisitos para ingressar nos níveis mais avançados é a ACA (B3, 2017). A premissa empregada na criação dos segmentos especiais de listagem, é a de que a adoção de BPCG é apropriada para permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores. Desta forma, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (B3, 2017). É o que restou demonstrado com o estudo realizado por Matos (2017), o qual atestou o sucesso do NM com múltiplos de mercado mais elevados.

Besarria (2015), seguindo a mesma linha, comprovou que as ações do NM são as que apresentam o menor risco, seguida pelas listadas no N2, ou seja, que o risco aumenta conforme diminui o número de BPGC praticadas, o que reforça a ideia de que a ampliação dos direitos societários reduzem os riscos de investimento. Nesse sentido, Thiel (2014) apurou que as empresas listadas nos segmentos de negociação N1, N2 ou NM da B3 foram, na média, mais valorizadas pelo mercado do que as listadas no segmento tradicional, e deduz que o maior valor de mercado destas empresas resultou da adesão a práticas voltadas, principalmente, para a proteção dos acionistas minoritários e divulgação de informações mais transparente (Thiel, 2014).

No entanto, os resultados empíricos do estudo de Maestri, Teruel e Ribeiro (2016) indicam que as empresas participantes dos segmentos mais avançados - N1, N2 e NM, não apresentam relação estatisticamente significativa com seu custo de capital próprio, o que não era esperado, segundo os autores, devido à redução do risco percebido pelos

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

Fato é que o sucesso da iniciativa da B3 pode ser comprovado pelo nível de adesão de empresas ao NM e aos Níveis 1 e 2 de Governança (Colloca, 2009). As empresas não precisam adotar práticas de governança superiores as que são legalmente exigidas (Silveira et al., 2009) mas, mesmo assim, várias aderiram espontaneamente ao segmento que mais lhes convinha e assumiram obrigações extras voluntariamente. É um reflexo da reivindicação dos investidores, que querem ter mais garantias.

Arbitragem X Poder Judiciário

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

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

A resolução de disputas privadas, afirma Crooke (2002), pode ser uma resposta de curto prazo em países onde a GC precise de uma pronta melhoria. Devido à sua natureza privada, geralmente os resultados dos conflitos não são publicados. A confidencialidade permite que as partes envolvidas mantenham a imagem externa e a reputação da empresa. Conforme Heine e Kerk (2017), um árbitro tem várias vantagens em relação ao juiz, como possuir um conhecimento mais especializado, estar mais preparado para observar e avaliar as controvérsias. Para Timm (2007), as vantagens do instituto da arbitragem podem ser definidas como: o segredo, a economia e a celeridade, qualidades que claramente se contrastam com as soluções de litígios efetuadas pelos órgãos judiciários do Estado, os quais são caracterizados pela eternização das demandas.

Segundo Deck e Farmer (2007), uma solução mais veloz a um custo inferior deve continuar a ser o principal diferenciador da arbitragem como alternativa ao contencioso. Entretanto, Timm (2017) destaca que a arbitragem também está sujeita a críticas, como a alegação de que ela impede o acesso do minoritário ao Poder Judiciário, e que desestimula o investimento no mercado de capitais. Diante dessa afirmação, retruca:

“isso contraria o levantamento empírico. O investidor estrangeiro prefere substancialmente a arbitragem, por ser uma forma de jurisdição imparcial, especializada e mais rápida” (Timm, 2017).

Via de regra, pode-se dizer que a cláusula compromisso para a resolução de conflitos por meio de arbitragem, protege o acionista minoritário. No entanto, o pequeno provavelmente não irá querer, ou sequer terá dinheiro, para arcar com os custos de uma arbitragem, mas nada impede que esse modesto acionista minoritário se una aos minoritários que possuem uma significativa porcentagem de ações numa disputa, e que juntos ingressem com uma única ação coletiva, ou seja, não chega a ser um empecílio.

A Lei 13.129/15 foi sancionada para ampliar o espectro de aplicação da Lei de Arbitragem e disciplinar o direito de retirada do acionista dissidente no caso de inserção de convenção de arbitragem no estatuto social. Justamente por possibilitar que um conflito seja solucionado de maneira rápida e efetiva, o que é especialmente apreciável quando o poder fica centrado na mão dos controladores, típico relacionamento sujeito a problemas de agência, a ACA é vista como uma proteção aos acionistas minoritários.

Nos últimos anos a arbitragem comercial tornou-se cada vez mais popular como meio de resolução de litígios entre parceiros de negócios, especialmente num contexto internacional (Heine & Kerk, 2017). A notória crise do próprio Poder Judiciário, principalmente no que se refere à morosidade da prestação jurisdicional, deu um forte impulso para a arbitragem ganhar robustez. De fato, ainda está longe de ser obtido um mecanismo judicial que possa ser considerado funcional e eficaz para resolver litígios, enquanto que na arbitragem, nem recurso das decisões há, o que reduz ainda mais o tempo do processo em relação ao processo judicial. De acordo com Timm (2017),

“A arbitragem é um método rápido e especializado de solução de disputas, ao contrário do judiciário paulista, que na média, precisa de 7 anos para resolver uma disputa societária, segundo levantamento empírico”.

Os dados do Relatório Justiça em Números 2017 mostra que o Poder Judiciário terminou o ano de 2016 com 79,7 milhões de processos, o que indica que houve um aumento de 5,6%, comparado à 2015. Em relação aos processos baixados, o crescimento foi apenas de 2,7%, isto é, desde 2009 o número de processos pendentes continua aumentando e taxa de congestionamento líquida continua alta, em 69,3% (CNJ, 2017).

Segundo a equipe de pesquisadores da PUCRS, o abarrotamento e a consequente morosidade do judiciário são consequência de uma amplitude de elementos internos (micro) e externos (macro) do poder judiciário (CNJ, 2011). Timm & Jobim (2007) entendem que os dados da FGV e do Poder Judiciário não deixam dúvidas de que a arbitragem se revela mais satisfatória ao comparar-se com o Poder Judiciário, sendo verdadeiro diminuidor dos custos de transação entre agentes econômicos.

Enfim, como bem observam Claessens & Yurtoglu (2012), é preciso contar com mecanismos como a arbitragem para resolver disputas, uma

alternativa ao mal funcionamento do sistema judiciário brasileiro. Sem claro, jamais olvidar os demais benefícios que podem ser usufruídos, como a redução de custos e o sigilo que o método proporciona.

Teoria da Sinalização

Para Akerlof (1970), quando existe assimetria informacional (um negociador tem mais informações do que o outro), o comprador não consegue diferenciar os produtos bons dos ruins. Ele dá o exemplo do mercado de carros: quando o comprador do carro usado for negociar ele, diferentemente do proprietário, não saberá se o veículo é bom ou ruim, e por isso tende a querer pagar um preço baixo.

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

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

Ao que tudo indica, as empresas com muitos ativos intangíveis teriam incentivos mais fortes para adotar melhores práticas de GC, pois teriam que sinalizar aos investidores que não pretendem usar indevidamente seus recursos (Silveira et al., 2009). A percepção moral do gestor, juntamente com a maior proteção que a arbitragem confere, transmite confiança ao investidor, o que impacta positivamente no valor das ações.

A inclusão nos estatutos da aceitação da Câmara de Arbitragem para resolução de eventuais conflitos, na visão da ANIMEC (2017), demonstra a seriedade da empresa no tratamento da matéria e facilita a solução em eventual demanda. Por certo, ao aderir à câmara de arbitragem a empresa sinaliza que está agindo corretamente, de forma justa, pois concede ao investidor um jeito mais profícuo de solucionar uma controvérsia.

Aspectos Metodológicos

Foi feita uma pesquisa qualitativa, de caráter exploratório. Após efetuar um levantamento bibliográfico e realizar a revisão da literatura, as informações obtidas foram utilizadas para preparar um roteiro de orientação, o qual continha 17 questões que serviram de base para entrevistar profundamente 3 (três) advogados com experiência em arbitragem, formados numa universidade de primeira linha (USP).

A comunicação inicial com os advogados foi por e-mail, os quais foram enviados com o objetivo de explicar a importância da entrevista para o presente trabalho e então, conseguir agendar o local, data e horário. Os advogados foram entrevistados pessoalmente, nos seus respectivos

escritórios, e cada entrevista teve uma duração mínima de 30 minutos. Todas as gravações de áudio foram ouvidas diversas vezes e transcritas antes de iniciar a análise do conteúdo, o qual foi interpretado com base no método de Flores (1994).

Os dados coletados foram agrupados para que fosse possível extrair uma conclusão em relação a percepção dos investidores, importância da ACA e a sua influência no valor das empresas, numa tentativa de generalizar as constatações individuais dos entrevistados. Como a ocorrência de uma situação muitas vezes depende de outra, na qual está inserida, foram estabelecidas relações de subordinação que permitem construir hierarquias entre os conceitos identificados.

O objetivo de muitos estudos é estabelecer relações de causa e efeito, as quais ocorrem quando se pode, de maneira razoável, considerar que a presença, ausência ou variação de um elemento é causa de um segundo. Alguns autores têm sugerido, para análise de dados textuais, a detecção desse tipo de relação a partir da aparição repetida de elementos em uma sequência consistente (Flores, 1994).

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

Discussão dos Resultados e Conclusões

O presente estudo objetivou investigar um dentre os diversos elementos das BPGC exigidos pela B3 como condição para que uma empresa seja listada no N2 ou no NM: a ACA. Encontra-se indícios de que BPGC criam valor para as empresas e que quanto mais exigente é o segmento de listagem da B3, mais valor é gerado à companhia, o que explica o fato delas aderirem, voluntariamente, a algum desses segmentos. Uma explicação é a de que o mundo globalizado requer, para que uma empresa mantenha a sua competitividade, que esta siga BPGC e com isso atraia os investidores. Tal medida é extremamente relevante para o crescimento e fortalecimento dos mercados de capitais (Ponte et al., 2012).

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

O investidor precisa ter o mínimo de confiança na companhia. Ele quer, ao menos, ter a sensação de segurança. A existência de escândalos

que envolvem a manipulação e divulgação falsa de contas mostra que os problemas de agência e de incentivo estão longe de estarem resolvidos (Bodie, Kane & Marcus, 2015). No Brasil, como atesta Matos (2017), há apenas uma minoria de empresas com capital pulverizado na B3, o que propicia o oportunismo dos agentes e dá ensejo a conflitos entre acionistas controladores e minoritários. Nesse contexto a arbitragem se apresenta extremamente benéfica, pois tende a solucionar os conflitos de maneira mais ágil e justa, se comparada à decisão de um juiz do Poder Judiciário.

De fato, além do procedimento não admitir recursos, os árbitros geralmente são escolhidos pelas partes, as quais podem escolher profissionais com notório saber técnico sobre o assunto discutido. Conforme salientado pelo primeiro entrevistado (informação verbal): “o investidor sabe que se tiver uma disputa, uma controvérsia, ele terá também um mecanismo mais moderno para se utilizar, que é o mecanismo de arbitragem, numa câmara especializada” (E1). Isso dá segurança ao investidor.

Contudo, não é unânime a percepção de que a ACA protege o pequeno acionista minoritário. De acordo com a afirmação do terceiro entrevistado, a proteção desse investidor pode ficar comprometida. Diz ele:

“Para os estrangeiros é uma vantagem porque eles, de modo geral, têm receio do judiciário brasileiro, mas um acionista que tem uma posição de R\$ 400.000,00 não vai pagar para começar uma arbitragem que não sabe se vai ganhar” (E3).

Seguindo a mesma linha de raciocínio, o primeiro entrevistado faz a seguinte ressalva (informação verbal): “só pondero se o investidor de pequena monta tem a capacidade de suportar os custos de uma arbitragem” (E1). No entanto, conforme ele mesmo lembra, ainda que um minoritário não possua condições financeiras de arcar com o procedimento arbitral não ficará necessariamente desprotegido, pois sempre há a possibilidade de unir-se aos grandes acionistas minoritários para entrar com uma ação coletiva e reivindicar o que for necessário.

Assim, mesmo ao considerar a situação exposta, a presença da cláusula arbitral nos estatutos sociais das empresas apresenta-se vantajosa para os investidores. O segundo entrevistado faz a seguinte reflexão (informação verbal):

“O que vai levar o investidor a escolher determinada empresa para colocar o seu dinheiro, ou não, não é necessariamente a cláusula arbitral, mas ela foi considerada pela Bolsa, e as empresas concordaram, porque entraram no NM, como uma facilitadora. É um aspecto importante” (E2).

Após a revisão da literatura e entrevistas, nota-se que a arbitragem apresenta diversas vantagens em relação ao tradicional Poder Judiciário e atrai investidores estrangeiros. Por certo a ACA concorre para reduzir o custo de capital, para aumentar a captação de recursos junto a credores e acionistas, para facilitar a internacionalização das operações da empresa, bem como para viabilizar a entrada de sócios estratégicos e investidores institucionais.

A ACA demonstra que a empresa, caso haja algum litígio, está disposta a solucioná-lo de maneira ágil e adequada, o que sinaliza aos investidores que seus recursos não serão utilizados indevidamente. Evidências de que a adoção à câmara de arbitragem transmite confiabilidade e colabora para a redução do risco do investidor, o qual irá exigir um prêmio menor, são encontradas.

Conclui-se, portanto, que a ACA, por permitir que os conflitos sejam solucionados por julgador(es) especializado(s), num tempo mais curto e a um custo menor, além da vantagem de os envolvidos contarem com a discrição do procedimento, o qual possibilita que este seja mantido em sigilo, influencia positivamente na valorização das ações. O destaque dado traz um considerável entendimento dessa boa prática, o que por sua vez propicia tomadas de decisão melhores e a expansão do mercado de ações, tão valioso para a economia do país.

Sugestões para Estudos Futuros

Certamente o valor criado pelas BPGC inclui diversos elementos que podem, inclusive, serem mais significativos do que a ACA, mas se considerarmos a importância do capital estrangeiro para o mercado de capitais do Brasil, somada a predominância do controle concentrado, seu estudo se justifica. O método qualitativo foi utilizado com a pretensão de incitar outras pesquisas, já que esse trabalho permitiu que fosse traçada uma linha de raciocínio. Com isso, apresentou-se as condições necessárias para que um modelo econométrico seja realizado, ou seja, fornece uma valiosa oportunidade de pesquisa futura.

Referências

- Akerlof, G. (1970). The market for “lemons”: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <http://doi.org/10.2307/1879431>
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). *Governança corporativa*. São Paulo: Atlas.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2009). Nível 2, BM&FBOVESPA, São Paulo. Recuperado em 9 de abril, 2020, de: http://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel2.pdf
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2018). *Segmentos de listagem*. Recuperado em 19 de dezembro, 2018, de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/?tabIndex=0>
- Berle, A., & Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. New York: Routledge Taylor & Francis Group, 375 p.
- Beserra, C. N. (2015). A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 14(1), 11-37. <https://doi.org/10.18593/race.v14i1.5915>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J.. (2015). *Investimentos* (10. ed). São Paulo: Editora Amgh Ltda, 909 p.

- Bower, J. L., & Paine, L. S. (2017). O principal erro da liderança corporativa, *Harvard Business School Brasil*. Recuperado em 29 de dezembro, 2017, de <http://hbrbr.uol.com.br/o-principal-erro-da-lideranca-corporativa/>
- Caixe, D. F., & Kraute, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *R. Cont. Fin. – USP*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. (2012). Corporate governance and development — an update. *A Global Corporate Governance Forum Publication Focus 10*. Recuperado em 3 de abril, 2020, de https://www.researchgate.net/publication/253329108_Corporate_Governance_and_Development_-_An_Update
- Conselho Nacional de Justiça (2015). *Relatório justiça em números*. Recuperado em 3 de abril, 2020, de <http://s.conjur.com.br/dl/relatorio-justica-numeros-2015-final-web.pdf>
- Colloca, F. R., & Ambrozini, M. A. (2009). Análise da estrutura de capital de empresas com governança corporativa, *Nucleus*, 6(2). <https://doi.org/10.3738/1982.2278.280>
- Crooke, A. (2002). Weak corporate governance enforcement opens way for arbitration. *International Financial Law Review*, 21(12).
- Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (2017). *Mudanças nas regras de registro de emissores*. Recuperado em 9 de junho, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170608-2.html>
- Deck, C. A., & Farmer, A. (2007). Bargaining over an uncertain value: arbitration mechanisms compare. *Journal of Law, Economics & Organization*, 23(3), 547–79. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewm012>
- Deloitte; Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. (2015). *Governança corporativa e relações com investidores: Criação de valor em uma nova era de engajamento. Pesquisa 2015*. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/conteudos/ibri/IBRI-2015.pdf>
- Demsetz, H. (1967). Toward a theory of property rights. *The American Economic Review*. Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, American Economic Association, 57(2), 347-359.
- Dos Santos Silva, C. C., & Martins, O. (2015). Valor e práticas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(3), 26-41. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n3p26-41>
- Ferreira Junior, W. O., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Bastos, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes as políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA. *FACEF Pesquisa*, 13, p. 190-203. Recuperado em 29 de dezembro, 2017, de http://legacy.unifacef.com.br/facefpesquisa/2010/nr2/vol13_nr02_art03.pdf
- Flores, J. G. (1994). *Análisis de datos cualitativos: aplicaciones a la investigación educativa*, 1 ed., Barcelona: PPU.

- Hall, R. H. (2004). *Organizações: estrutura, processos e resultados* (8 ed.). São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 336 p.
- Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of pakistani listed companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n2p50>
- Heine, K., & Kerk, M. (2017). Conflict resolution in meta-organizations: the peculiar role of arbitration. *Journal of Organization Design*, 6(3). <https://doi.org/10.1186/s41469-017-0013-2>
- IBGC (2016). *GT Interagentes lança Código brasileiro de governança corporativa - companhias abertas*. Roncarate Editora. Recuperado em 3 de abril, 2020, de <https://www.editoraroncarati.com.br/v2/Artigos-e-Noticias/Artigos-e-Noticias/GT-Interagentes-lanca-Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa-Companhias-Abertas.html>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. Recuperado em 29 de maio, 2017, de http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2016). *Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas*. Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC. p. 64 Recuperado em 24 de maio, 2017, de http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2017). *Governança corporativa*. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>
- Instituto Brasileiro de Relações com Investidores. (2002). *Semina#rio conclui: governanc#a corporativa e programa de RI agregam valor a#s companhias*. Ano III, n. 33. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/IBRINews/IBRINews33.pdf>
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. A. (2003). Theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms (2. ed.). *Harvard University Press*.
- Lang, P. H. L., Fan, J. P. H., Claessens S., & Djankovet S. (1999). On expropriation of minority shareholders: evidence from east asia. *World Bank Group*. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2088>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517 <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001 (2001). *Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Brasília, DF. Recuperado em 24 de maio, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm
- Lei n. 13.129, de 26 de maio de 2015 (2015). *Altera a Lei no 9.307, de 23 de setembro de 1996, e a Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília, DF. Recuperado em 18 de maio, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13129.htm
- Lei n. 9.307/96, de 23 de setembro de 1996 (1996). *Dispõe sobre a arbitragem. Art. 1*. Brasília, DF Recuperado em 17 de maio, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9307.htm.
- Lodi, J. B. (2000). *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. 8.ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lorenzi, A. G. A., Procopiuck, M., & Quandt, C. O. (2009). Governança corporativa: a situação das empresas brasileiras em relação às melhores práticas. *REBRAE - Revista Brasileira de Estratégia*, 2(2), p. 105-119. <https://doi.org/10.7213/rebrae.v2i2.13439>
- Maestri, C. O. N. M., Teruel, R. L. H & Ribeiro, K. C. S. (2016). Governança corporativa e o impacto no custo de capital próprio. *Revista de finanças aplicadas*, 7(4), 1-17. Recuperado em 6 de abril, 2020, de <http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/viewFile/302/pdf>
- Matos, P. (2017). *Uma avaliação de “dual class shares” no Brasil*. Um estudo da reforma do novo mercado, relatório encomendado pelo CFA Institute, Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) e CFA Society Brazil. Recuperado em 31 de maio, 2017, de https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf
- Ministério da justiça (2006). *Arbitragem: o que você precisa saber*. Cartilha. Recuperado em 31 de maio, 2017, de https://www.justica.gov.br/central-de-conteudo/reforma-do-judiciario/cartilhas/2006cartilha_web.pdf/view
- Newhall, C. L. (2004). Benefits and opportunities in mediation and arbitration. *The CPA Journal*, 74(3). Recuperado em 21 de dezembro, 2017, de <http://archives.cpajournal.com/2004/304/essenciais/p62.htm>
- Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C, De Luca, M. M. M., Oderlene, V. O., Aragão, L. A., & De Sena, A. M. C. (2012). Motivações para a adoção de melhores práticas de governança corporativa segundo diretores de relações com investidores. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 9(3), 255-269. <https://doi.org/10.4013/base.2012.93.05>
- Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande Do Sul (2011). Edital CNJ 01/2009. *Demandas judiciais e morosidade da justiça civil - relatório final ajustado*, Porto Alegre, Faculdade de filosofia e ciências humanas. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <https://pt.scribd.com/document/335388067/Demandas-Judiciais-e-Morosidade-Da-Justica-Civil>
- Rodriguez, R. M. (2017). *A governança tem que ser exercida de fato – como os acionistas não controladores (minoritários) olham as empresas que agregam valor ao ativo ação*. Recuperado em 3 de abril, 2020, de <https://www.scribd.com/document/55562028/Governanca-Corporativa-Animec>

- Saito, R., & Silveira, A. D. M. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200007>
- Securities and Exchange Commission. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2012). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. D. M., & Lanzana, A. P. (2004). *É bom ter controlador*. Governança Corporativa, Capital Aberto. ed. 5. Recuperado em 9 de junho, 2017, de <https://capitalaberto.com.br/temas/e-bom-ter-controlador/#.WTvfRDOZNE4>
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B., & Silva, A. L. C. (2009). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 44(3), 173- 189. Recuperado em 3 de abril, 2020, de <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v4403173.pdf>
- Thiel, A. (2014). Rescaling of resource governance as institutional change: explaining the transformation of water governance. *Environmental Policy & Governance*, 24, 289-306. <https://doi.org/10.1002/eet.1644>
- Timm, L. B. (2017). *Arbitragem societária em risco?* Migalhas. Recuperado em 29 de maio, 2017, de <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI252856,61044-Arbitragem+societaria+em+risco>
- Timm, L. B., & Jobim, E. (2007). A arbitragem, os contratos empresariais e a interpretação econômica do direito. *Direito & Justiça*, 33(1), 80- 97.
- Vicuna, F. O. (2002). Arbitration in a new international alternative dispute resolution system. *Dispute Resolution Journal*, 57(2), 64. Recuperado em 8 de abril, 2020, de <https://arbitrationlaw.com/library/arbitration-new-international-alternative-dispute-resolution-system-dispute-resolution>
- Vieira, S. F. A., Cintra, R. F., Yamazaki, K. F. Costa, B. K., & Cassol, A. (2015). A importância das práticas de governança corporativa a luz do princípio da transparência: um estudo de caso em uma empresa do setor de não tecidos. *Perspectiva*, 39(146), 137-149. Recuperado em 29 de maio, 2017, de http://www.uricer.edu.br/site/pdfs/perspectiva/146_515.pdf
- Yamamoto, M. M., & Prado, J. E. (2003). Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. São Paulo: *Revista BOVESPA*, 88, 42-43.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x>