

Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil

Alexandre Di Miceli da Silveira^a

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP)

Viviane Muller Prado^b

Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (Direito/FGV)

Rafael Sasso^c

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP).

CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 002/2009
www.ceg.org.br

^a Professor Doutor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). Coordenador Executivo do CEG – Centro de Estudos em Governança Corporativa da FIPECAFI. Tel: (+55) 11 5054-1888. e-mail: alexfea@usp.br.

^b Professora de Direito da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (Direito GV). e-mail: Viviane.Prado@fgv.br.

^c Graduando em Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). e-mail: rafa_fea@yahoo.com.br.

Os autores agradecem ao IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), e aos Professores Ricardo Pereira Câmara Leal e André Luiz Carvalho da Silva do Instituto Coppead/UFRJ pela cessão dos dados relativos ao índice de governança corporativa aplicado. Os autores agradecem ainda ao apoio dado pelo CEG – Centro de Estudos em Governança Corporativa da Fipecafi: www.ceg.org.br

Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil

Resumo

As transações com partes relacionadas são operações com alto potencial para conflitos de interesse entre acionistas e administradores ou entre acionistas controladores e minoritários. Em ambientes com alta concentração da estrutura de propriedade, como o brasileiro, tais transações podem ser utilizadas como forma de obtenção dos chamados benefícios privados do controle. O presente trabalho aborda a questão das transações com parte relacionadas no Brasil sob o ponto de vista jurídico e empírico. Em relação ao aspecto legal, o trabalho analisa a disciplina jurídica existente relativa ao tema, procurando identificar quais são as estratégias legais adotadas no Brasil a fim de evitar problemas decorrentes dos conflitos de interesses inerentes a tais operações. Adicionalmente, o trabalho compara as exigências locais com as de outros sistemas jurídicos de países desenvolvidos. Do ponto de vista quantitativo, o trabalho identifica empiricamente quais são as principais transações com partes relacionadas reportadas pelas companhias listadas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa em 2006. Adicionalmente, avalia a relação entre a incidência destas operações e a qualidade das práticas de governança das companhias, e a possível relação entre seu nível de utilização e o valor de mercado das companhias. Como principal resultado qualitativo, observamos que nosso sistema aposta principalmente em duas estratégias legais: as regras de conduta com análise *ex-post* e a transparência obrigatória de informações relevantes. Como principais resultados quantitativos, observamos que as transações com partes relacionadas são significativas e realizadas com frequência pelas empresas listadas brasileiras. Ademais, observamos relação negativa entre o nível de utilização de tais transações e a qualidade da governança corporativa, bem como relação negativa entre a relevância de tais transações e o valor de mercado das empresas. Os resultados quantitativos, portanto, corroboram a hipótese das transações com partes relacionadas como sinalização de conflito de interesses, ao invés de operações comerciais eficientes.

Palavras-Chave: transações com partes relacionadas, governança corporativa, custos de agência, conflitos de interesse, estratégias legais.

Classificação JEL: K22, K33, G30, G32.

Related Party Transactions: Legal Strategies and Associations with Corporate Governance and Firm Value in Brazil

Abstract

Related Party Transactions (RPTs) are operations with high potential for conflict of interests between shareholders and managers or between controlling and minority shareholders. In environments characterized by concentrated ownership structures, such as in Brazilian, such transactions could be used as a way for reaping private benefits of control by controlling shareholders. This paper undertakes this issue from both legal and empirical point of view. On the legal side, we survey the legal strategies currently employed in Brazil by regulators and self-regulatory bodies aiming at to avoid the problems from the inherently conflict of interests present in such dealings. On the empirical side, we analyze the RPTs reported by all Brazilian companies listed at Bovespa's corporate governance special listing segments in 2006. We also analyze the relation between the use of RPTs and proxies for corporate governance quality, as well as the relation between RPTs and firm market value. As the main qualitative result from our legal survey, we observe that Brazilian legal system makes use of two main legal strategies: definition of expected standards with ex-post analysis, and mandatory disclosure of relevant RPTs. From our quantitative analyses, three results stand out: RPTs are significant and frequent among Brazilian listed companies, there's a negative association between the use of RPTs and corporate governance quality, and there's a negative association between RPTs and firm market value. Overall, the empirical results provide evidence that RPTs are a signal for conflicts of interests taking place, rather than efficient business transactions.

Keywords: Related Party Transactions, Corporate Governance, Agency Costs, Conflicts of Interests, Legal Strategies.

JEL Classification Codes: K22, K33, G30, G32.

1. Introdução

Diversos escândalos corporativos ocorridos nesta década destacaram a importância das chamadas transações com partes relacionadas¹ (RPTs – *Related Party Transactions*, como tais operações são denominadas na literatura internacional) no âmbito da governança corporativa. Tais operações foram responsáveis, ao menos parcialmente, por casos como Enron (transações com sociedades de propósito específico), Worldcom (empréstimos para executivos), Parmalat (empréstimos para empresas de posse do controlador) e Agrenco (canalização de recursos via operações comerciais para empresas de administradores), entre outras.

Em ambientes com predominância de estruturas de propriedade pulverizada, as RPTs que merecem mais atenção são aquelas entre a companhia e seus executivos, visando à maximização de sua remuneração pessoal. Como exemplo de tal aspecto, a Lei Sarbanes-Oxley proibiu empréstimos para administradores, uma operação freqüente até então no mercado norte-americano. Em ambientes com alta concentração da estrutura de propriedade, como o brasileiro, naturalmente o problema se volta para transações entre empresas do mesmo grupo empresarial, ou entre a companhia e entidades de interesse dos acionistas controladores, como empresas de seus familiares ou amigos.

Nestas transações, o potencial conflito decorre do possível descompasso entre a decisão que maximizaria o valor da companhia e a decisão que maximizaria o resultado pessoal daqueles que efetivamente têm o poder decisório. Exemplo típico desta situação conflituosa são os contratos entre empresas de um mesmo grupo econômico firmados em condições diferentes das praticadas no mercado, favorecendo os controladores do grupo. Nesta hipótese, o controlador pode auferir benefícios que não são compartilhados com os demais acionistas. Tecnicamente, este ganho configura um dos chamados benefícios privados do controle (BPC). As RPTs, portanto, merecem atenção especial por poderem se apresentar como um dos principais caminhos para a obtenção dos BPC.

Existe uma literatura crescente evidenciando os potenciais problemas decorrentes das RPTs. Johnson *et al.* (2000) apresentam diversos casos de transferência de ativos e lucros para outras empresas em benefício dos seus acionistas controladores (prática chamada de *tunneling* pelos autores) em países como França, Itália, Bélgica e Alemanha. Gordon *et al.* (2004) encontram evidências de que as RPTs eram freqüentes no ambiente norte-americano pré-Lei Sarbanes-Oxley, envolvendo principalmente operações com executivos e conselheiros externos. Adicionalmente, os autores apontam

que RPTs mais frequentes e de maiores montantes são associadas a piores práticas de governança. Por fim, os autores demonstram um impacto negativo da frequência das RPTs sobre os retornos ajustados ao risco das empresas. No geral, eles defendem que tais operações são provavelmente indícios de maiores conflitos de interesse nas organizações. Baek *et al.* (2006) analisam as operações entre empresas de grandes conglomerados sul-coreanos (Chaebols). Os autores encontram fortes evidências de tunneling, mostrando que os acionistas controladores auferem benefícios privados do controle via colocações privadas de títulos a preços sub ou superavaliados intra-grupo. Adicionalmente, La Porta *et al.* (2003), Ming e Wong (2003), Djankov *et al.* (2005) e Kirchmaier e Grant (2005), são exemplos de outros estudos sobre RPTs.

Por outro lado, alguns autores argumentam que as RPTs podem ser operações comerciais eficientes dentro de um mesmo grupo empresarial, quando comparadas à contratação via mercado. Gordon *et al.* (2004) aventam este caso, intitulado pelos autores de hipótese de transações eficientes². Exemplo disto seria o contrato entre empresas sob o mesmo controle sem exigência de garantias para sua execução (algo muitas vezes inviável via mercado), bem como a inexistência de assimetria de informações entre os contratantes e do risco da quebra do contrato.

O presente trabalho aborda a questão das RPTs no Brasil sob o ponto de vista jurídico e empírico. Em relação ao aspecto legal, o trabalho analisa as principais regras relativas ao tema vigentes no país, procurando identificar quais são estratégias jurídicas adotadas no Brasil a fim de evitar problemas decorrentes de conflitos de interesses nas RPTs. Adicionalmente, o trabalho compara as exigências locais com as de outros sistemas jurídicos de países desenvolvidos e da União Européia, utilizando a estrutura proposta por Kraakman *et al.* (2004). Do ponto de vista quantitativo, o trabalho identifica empiricamente quais são as principais operações com partes relacionadas reportadas por todas as companhias brasileiras listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em 2006³. Especificamente, o trabalho descreve os principais tipos de RPTs reportadas pelas companhias listadas, os montantes envolvidos anualmente em tais operações, e as principais contrapartes. Adicionalmente, o trabalho avalia a relação entre a incidência de RPTs e a qualidade das práticas de governança das companhias, procurando identificar uma eventual relação negativa, nos moldes da encontrada por Gordon *et al.* (2004). Por fim, o

trabalho investiga empiricamente a possível relação entre a utilização de RPTs pelas empresas e sua percepção de valor de mercado.

Apesar da importância do tema, há poucos trabalhos empíricos realizados no mundo para confirmar ou rejeitar a hipótese de que as RPTs constituem um sintoma de problemas de governança corporativa ou que causam destruição de valor. No Brasil, não foram encontrados estudos similares ao presente trabalho, tanto no aspecto jurídico (comparação com as estratégias legais de outros países), quanto no aspecto empírico (identificação das RPTs realizadas e associação com práticas de governança e valor). Assim, esta pesquisa apresenta quatro contribuições principais: 1) trata-se do primeiro trabalho a comparar as estratégias jurídicas brasileiras com as estratégias de outros países por meio de uma abordagem estruturada, com base na elaborada por Kraakman et al. (2004); 2) trata-se do primeiro trabalho a fornecer uma ampla descrição empírica da extensão da utilização de RPTs por companhias brasileiras, identificando os principais tipos de operações, montantes e contrapartes envolvidas; 3) trata-se do primeiro trabalho a investigar a relação entre incidência de RPTs e qualidade das práticas de governança corporativa no Brasil; e 4) trata-se do primeiro trabalho a investigar a relação entre RPTs e valor das empresas no Brasil. Vale ainda destacar, que as duas últimas contribuições provavelmente se estendem a América Latina, haja vista que não foram encontrados estudos similares na região.

Como principal resultado no aspecto qualitativo, observamos que nosso sistema aposta principalmente em duas estratégias legais: as regras de conduta com análise *ex-post* (*standards*) e a transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*). Sob o ponto de vista da regulação, o direito brasileiro utiliza amplamente a estratégia jurídica de estabelecer princípios que devem pautar a conduta dos administradores e controladores, deixando para a análise *ex-post* das condições do negócio. Por outro lado, sob o ponto de vista da auto-regulação, institutos como as regras do Novo Mercado e as normas contábeis do CFC e do IBRACON apresentam foco na estratégia da transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*) para lidar com as RPTs no país. A principal conclusão da pesquisa é que não é preciso uma ampla revisão do conteúdo as normas substantivas, mas sim é necessário repensar a melhora da efetividade das estratégias legais que disciplinam as RPTs, seja na transparência seja nas regras de conduta.

Como principais resultados no aspecto quantitativo, observamos que as RPTs são significativas e realizadas com frequência pelas empresas listadas brasileiras. Em média (mediana), cada empresa da amostra reportou ter realizado 6,4 (5,0) RPTs no período. Em relação ao tipo de RPTs, observou-se uma predominância de transações operacionais (envolvendo a prestação de serviços técnicos, aluguel de bens, compra ou venda de insumos, etc.), com 60% das companhias da amostra reportando operações deste tipo. Em relação aos montantes envolvidos, as RPTs se mostraram substanciais, representando cerca de 4,5% da receita operacional líquida anual, 3,0% dos ativos e 1,8% do valor de mercado da empresa intermediária da amostra. Na associação entre RPTs e qualidade da governança corporativa, observamos uma relação negativa, indicando que as empresas com mecanismos de governança mais deficientes lançam mão de mais operações desta natureza. Como exemplo, a relação entre as RPTs e a capitalização de mercado das empresas foi em média de 6,8% no grupo de empresas com maior pontuação em governança, contra elevados 48,8% no grupo de empresas com governança inferior. Na associação entre RPTs e valor das empresas, observamos uma relação negativa e robusta estatisticamente, indicando que as empresas que lançam mão de mais RPTs recebem um desconto no seu valor de mercado. Como exemplo, para as empresas com alta proporção das RPTs em relação ao seu ativo total, constatamos um múltiplo preço da ação sobre valor patrimonial (PBV) médio de 2,19, contra um PBV médio de 3,43 para as empresas com baixa proporção de RPTs em relação ao seu ativo total. Embora tais resultados, corroborem a hipótese das RPTs como sinalização de conflito de interesses (sendo uma maior utilização e relevância dessas operações associadas a piores práticas de governança e menor valor de mercado), as conclusões, principalmente as relativas às inferências de causalidade, devem ser interpretadas com cautela, tendo em vista as limitações da amostra e dos métodos econométricos empregados.

O trabalho é estruturado da seguinte forma: a seção 2 descreve a abordagem metodológica criada por Kraakman et al. (2004) para comparação das estratégias jurídica relativas às RPTs entre diferentes países. A seção 3 apresenta um panorama da regulamentação brasileira das RPTs identificando o regime jurídico incidente nestas transações. A seção 4 compara as estratégias jurídicas existentes no Brasil com as estratégias de países desenvolvidos. A seção 5 descreve a metodologia para a coleta e tratamento dos dados empíricos, bem como as variáveis e critérios utilizados. A seção 6

apresenta os principais resultados da análise empírica das RPTs no Brasil, enquanto a seção 7 conclui.

2. Estratégias legais para lidar com as RPTs

Kraakman et al. (2004) classificam as RPTs em quatro tipos principais: (1) contratos entre a companhia e seus controladores ou administradores (*traditional self-dealing*); (2) política de remuneração dos administradores (*compensation policy*); (3) apropriação de oportunidades de negócios da companhia pelos administradores ou controladores (*appropriating corporate opportunities*) e (4) utilização indevida de informações privilegiadas (*insider trading*). As operações do tipo 1 se referem à compra ou venda de ativos, como quando o administrador adquire ativo da companhia ou quando a companhia atua como avalista em dívida pessoal do CEO. Kraakman et al. (2004, p. 102) lembram ainda que as operações do tipo 1 também envolvem negócios entre a companhia e as “partes relacionadas” de conselheiros ou executivos, como parentes ou empresas de seus familiares. As operações do tipo 2 podem ocasionar em risco de colusão entre os altos executivos e conselheiros, com remunerações excessiva para todos como resultado. Além disso, o entrelaçamento de empresas por meio de conselheiros comuns (o executivo da empresa X atuando como conselheiro da empresa Y e vice-versa) também pode aumentar a chance de colusão para aumento do pacote de remuneração de todos. Nas operações do tipo 3, os executivos podem se aproveitar de oportunidades de investimento que deveriam ser oferecidas às companhias em primeiro lugar. O tipo 4, por fim, representa as situações nas quais os executivos ou conselheiros se apropriam do valor de mercado de investimentos da companhia em detrimento dos demais acionistas, adquirindo valores mobiliários antes do anúncio de notícias positivas ou vendendo os mesmos antes do anúncio de más notícias.

Em função dos diferentes tipos de RPTs, observam-se duas possibilidades extremas para sua regulamentação. Uma delas seria a total ausência de disciplina, deixando para as companhias o papel de se auto-regularem tendo em vista seus objetivos e a fiscalização caberia ao mercado e aos investidores. Outra opção seria sua completa proibição, tendo em vista o potencial para conflitos de interesse e expropriação dos investidores externos à gestão dos negócios. Em relação à possibilidade de total desregulamentação, Djankov et al. (2005, p. 2) observam que tal atitude resultaria em grande tentação para a obtenção de vantagens indevidas por parte dos controladores e

executivos. Por outro lado, os autores argumentam que o receio de potencial conflito de interesses não justifica a proibição completa destas transações, haja vista que elas podem eventualmente ser economicamente eficientes (além de que muitas vezes tais contrapartes são as únicas disponíveis para realizarem certas operações). Considerando estes dois extremos, as regulamentações apontam caminhos intermediários, possibilitando a maioria das operações, porém impondo alguns limites para a tomada de decisão ou determinado a divulgação de informações importantes aos investidores.

Kraakman et al. (2004) apontam cinco estratégias legais utilizadas para lidar com os potenciais problemas advindos das RPTs: (1) transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*), (2) competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (*board approval*), (3) competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (*shareholder approval*), (4) obrigações específicas para os controladores e administradores ou proibição ex-ante (*rules / prohibiting conflicted transaction*), e (5) previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores com penalizações ex-post (*standards*).

No aspecto qualitativo e jurídico, a presente pesquisa analisará a regulamentação existente no Brasil relativa aos quatro tipos de RPTs, à luz das cinco estratégias legais aventadas por Kraakman et al. (2004). Pretendemos com isto avaliar se o regime jurídico brasileiro é suficiente para reconhecer e proibir os possíveis benefícios privados do controle. No aspecto quantitativo e empírico, entretanto, em função da ausência de dados, esta pesquisa delimitar-se-á às operações do tipo 1 (*traditional self-dealing*), analisando exclusivamente os contratos entre as companhias e as empresas nas quais os seus controladores ou administradores (ou de seus familiares) tenham interesses pessoais.

3. Panorama das RPTs no Brasil

Esta seção descreve a posição da legislação e da auto-regulação brasileiras em relação as RPTs, com base nas estratégias jurídicas sintetizadas por Kraakman et al. (2004). Além da Lei 6.404/76 (incluindo suas alterações subseqüentes), foram analisados os normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as regras para listagem do Novo Mercado da Bovespa, as normas brasileiras de contabilidade do Conselho Federal

de Contabilidade (CFC), e os pronunciamentos do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON). A tabela 1 resume as principais disposições legais e de auto-regulação que disciplinam as RPTs no Brasil:

< inserir Tabela 1 aqui >

Com base na Tabela 1, discutimos na seqüência os principais aspectos positivos e negativos da abordagem dos órgãos brasileiros de regulação e auto-regulação relativa às RPTs.

3.1 Transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*):

A estratégia jurídica de determinar a abertura obrigatória das informações sobre RPTs ao mercado está contemplada no sistema jurídico brasileiro, em especial, para as companhias abertas. São dois os tipos de informações de divulgação compulsória: (1) sobre os contratos entre partes relacionadas e (2) sobre a titularidade de valores mobiliários por partes relacionadas.

Por determinação de normas do CFC, as companhias devem destacar, nas demonstrações financeiras ou em notas explicativas, as transações entre a empresa e seus administradores, controladores e outras partes relacionadas, sejam em condições comutativas sejam em condições anormais. Devem fornecer também informações suficientes para que o analista tenha noção exata do negócio (Resolução CFC n. 973/03, NBC T 17).

Quando a companhia estiver sujeita à auditoria independente, reforça-se a preocupação com as informações das RPTs, na medida em que se exige que o auditor preste atenção nos negócios que possam ser considerados RPTs e na sua divulgação, em especial, naquelas que apresentem condições diferentes das praticadas no mercado (Resolução CFC n. 1.039/2005).

A Deliberação CVM n. 560/2008, que aprovou o Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, trata de divulgação de partes relacionadas. Este normativo, após trazer definição ampla de partes relacionadas e outras definições

importantes, especifica a razão para se exigir a divulgação da RPTs e as regras para a sua informação ao público. Exige-se que se divulgue “informações sobre as transações e saldos existentes necessárias para a compreensão do potencial efeito desse relacionamento nas demonstrações contábeis”. Ademais, deve-se deixar claro se a RPT foi realizada com a controladora, entidade com controle conjunto ou influência significativa, controlada, coligada, *joint venture* na qual a entidade seja uma investidora, pessoa chave da administração da entidade ou da controlada, e outros tipos de partes relacionadas. A Deliberação não enumera exaustivamente quais seriam os negócios que deverem ser considerados para a divulgação, apenas traz lista exemplificativa.

A estratégia de transparência é reforçada no regulamento do Novo Mercado. Para as companhias listadas neste segmento – bem como nos Níveis 1 e 2 da Bovespa – é obrigatória a divulgação detalhada de informações sobre contratos entre a companhia e empresas de um mesmo grupo econômico ou com controladores, administradores e sociedades coligadas, sempre que o valor do contrato seja igual ou superior a R\$ 200.000,00 ou a 1% do patrimônio líquido da companhia (item 6.8).

Além disto, a transparência das RPTs também deve se dar no momento da colocação das ações no mercado. O regulamento do Novo Mercado exige que o prospecto de distribuição pública de ações contenha informações sobre qualquer negócio jurídico entre a companhia e controladores, administradores e coligadas ou com empresas que integrem o mesmo grupo econômico (7.2, xii).

Constata-se, portanto, que há obrigatoriedade na transparência de informações de contratos firmados entre partes relacionadas ou de relações jurídicas existente entre elas, em especial, nas companhias abertas. Ressalta-se que isto não é objeto de preocupação da legislação acionária, mas sim de previsão no âmbito restrito das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e em normas contábeis do CFC e do IBRACON.

Outra é a situação quando o tema é a informação sobre a titularidade de ações pelas partes relacionadas. Apesar de a legislação societária ser omissa na obrigação de divulgar os contatos e negócios jurídicos entre partes relacionadas, ela é bastante específica quando o assunto é a transparência da titularidade de ações pelos controladores, administradores e membros do conselho fiscal de companhias abertas e suas negociações. Todas estas pessoas devem informar imediatamente à CVM e às Bolsas qualquer modificação em suas posições acionárias na companhia (art. 116- A,

art. 157, § 6º. e art. 165-A). Esta obrigação é repetida na auto-regulação do Novo Mercado da Bovespa (item 9.1), que vai além ao determinar que a obrigação de divulgação de negociação com valores mobiliários estende-se aos cônjuges, companheiros e dependentes dos administradores, controladores e membros do Conselho Fiscal.

Além disto, os administradores, no âmbito da assembléia geral, também são obrigados a divulgar “a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; (...)” (art. 157, § 1º).

Da análise desta estratégia na regulamentação brasileira, são três as principais constatações. A primeira é que se verifica a opção do nosso sistema em permitir a existência de RPTs, mas com a devida transparência para o mercado das condições de tais operações. A segunda está relacionada à preocupação da publicidade para as companhias abertas prevista em regras contábeis, sendo reforçada na auto-regulação da Bovespa e em pronunciamento da CVM. Desta segunda constatação, decorre a terceira: a tendência da descentralização da função regulatória do nosso sistema jurídico, uma vez que não é objeto de preocupação da legislação acionária, mas sim de previsão no âmbito restrito das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e em normas contábeis do CFC e do IBRACON. A auto-regulação tem ainda a função de especificar mais as regras para casos não pensados na legislação, como demonstrou a obrigação de informação de negociação de valores mobiliários se estenderem às pessoas físicas ligadas.

3.2 Competência do Conselho de Administração ou dos acionistas para deliberação sobre as condições dos negócios (*board approval / shareholder approval*):

A estratégia da aprovação das RPTs pelo conselho de administração ou pela assembleia de acionistas não é utilizada pela legislação e auto-regulação nacionais. A lei acionária não obriga que transações entre a companhia e seus administradores, membros do conselho de administração ou controladores sejam objeto de deliberação tanto no conselho de administração quanto em assembleia geral.

Apenas no art. 142 dá competência ao conselho para fiscalizar a gestão dos diretores e solicitar informações sobre contratos celebrados (III) e, também, para se manifestar previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir (IV). Por outro lado, a Assembleia Geral tem competência para “decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.” (art. 121). Salvo previsão no estatuto social ou iniciativa própria da Assembleia Geral, portanto, não é obrigatória a submissão de transações entre partes relacionadas à assembleia ou ao conselho de administração.

Há apenas uma situação que a legislação exige a aprovação dos acionistas ou do conselho de administração. Veda-se que o administrador tome emprestado recursos ou bens da sociedade ou use, em proveito próprio ou de sociedade que tenha interesse, bens serviços ou crédito, salvo se houver aprovação prévia da assembleia geral ou do conselho de administração. São os casos de tomada de empréstimo pelos administradores ou utilização dos bens e serviços pelos acionistas. Nos normativos da CVM, também não se encontra exigência de aprovação de operações entre partes relacionadas pela Assembleia ou pelo Conselho de Administração.

Na auto-regulação da BOVESPA, as companhias listadas no Nível 2 devem conferir aos seus acionistas preferencialistas direto de voto para a “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 Assembleia Geral.” (item 4.1, v)

Salvo os casos de empréstimo, constata-se que a estratégia regulatória foi deixar para a autonomia privada o estabelecimento do controle interno das condições das RPTs

existentes dentro da companhia. Em estruturas de capital concentrado, como é a prevalecente no Brasil, deixar a possibilidade de controle interno para a autonomia privada não parece uma boa opção, pois não interessará ao controlador ou aos membros do conselho por ele indicado modificar a instância decisória sobre a realização e as condições das RPTs existentes na empresa.

3.3 Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (*rules / prohibiting conflicted transaction*):

A estratégia jurídica da proibição objetiva da realização de RPTs existe apenas para vedar a utilização de informações privilegiadas (art. 155, § 1º.). Salvo esta regra, não há nenhuma norma na legislação acionária brasileira que determine a proibição da realização de operações entre partes relacionadas e determine a responsabilidade dos administradores ou acionistas controladores pela decisão em transacionar com partes a eles ligadas.

A lei apenas faz referência genérica a relações existentes entre controlada e controladora. É no art. 245 da Lei 6.404/76 que se determina que os administradores não podem atuar em prejuízo da companhia e favorecer sociedade coligada, controlada ou controladora. É obrigação de eles atuarem de maneira que as transações entre estas sociedades observem condições estritamente comutativas. Como alternativa, possibilitam que os contratos realizados fora das condições de mercado sejam seguidos de pagamento compensatório adequado. É previsto ainda que os administradores respondam perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração à obrigação da comutatividade das operações. Tirando este artigo, as decisões e atos dos administradores e controladores referentes a transações com partes relacionadas submetem-se às regras gerais de conduta e responsabilidade dos agentes empresariais.

3.4 Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (*standards*).

A estratégia jurídica do estabelecimento de princípios que devem pautar a atuação das partes relacionadas é amplamente utilizada na legislação brasileira. Para os controladores, a Lei 6.404/76 disciplina a atuação dos acionistas em dois momentos: no exercício do direito de voto nas assembléias gerais e no exercício do poder do controle

da companhia. Mas as transações entre partes relacionadas, como foi acima mencionado, não precisam ser aprovadas pelos acionistas, possibilitando desta forma que tais regras não sejam aplicadas.

Quanto ao direito de voto nas assembleias, há limites no seu exercício. O acionista deve votar de acordo com os interesses da sociedade, sendo vedados o voto abusivo e o voto em conflito de interesses. Considera-se voto abusivo quando o acionista tem o objetivo de causar danos à companhia ou aos demais sócios ou, ainda, pretende obter vantagem à qual não tem direito, prejudicando a sociedade e os demais acionistas.

A lei societária prevê quatro situações em que o acionista está impedido de exercer seu direito de voto. A primeira refere-se à deliberação sobre o laudo de avaliação dos bens entregues pelo próprio acionista para a formação do capital social. A segunda aponta a vedação de votar sobre a aprovação das suas próprias contas como administrador. A terceira impõe uma proibição ao voto em deliberações que possam beneficiar o acionista de modo particular. A quarta e última não possibilita que o acionista vote quando estiver em conflito de interesses, podendo originar a anulação da deliberação tomada, devendo o acionista responder pelos danos causados e transferir à companhia as vantagens que tiver auferido.

A lei acionária ainda traz regra específica sobre abuso do poder de controle, imputando ao controlador o dever de “usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, determinando deveres e responsabilidade “para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.” Em seguida, estabelece que é responsável pelos danos causados pelo abuso do poder de controle e enumera de maneira exemplificativa hipóteses de abuso. Dentre estas hipóteses esta a decisão de favorecer outras sociedades em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional e contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não eqüitativas.

A Instrução da CVM 323/2000 que enumera outras hipóteses de abuso do poder de controle as seguintes situações: “a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado”, “a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou

indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente”, e “a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado”. A consequência para a caracterização de conflito de interesses e abuso do poder de controle é a anulação do ato e a responsabilidade do controlador pelos prejuízos causados.

A Lei 6.404/76 também possui detalhada disciplina sobre os deveres e responsabilidades dos administradores de sociedades por ações. Em linhas gerais, determina o dever de diligência de atuar no interesse da companhia e de acordo com seus fins, bem como o dever de lealdade de não atuar em conflito de interesses e de transparência de informações.

Também há proibição do administrador de atuar em conflito de interesses com a sociedade, nos seguintes termos: “é vedado ao administrador intervir em qualquer posição social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, na natureza e extensão do seu interesse” (art. 156).

Cautelosamente, o legislador especificou no art. 156, § 1.º, que a contratação entre a companhia e o administrador somente poderia ocorrer “em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”. Caso não sejam observados estes critérios legais, o contrato é anulável, devendo o administrador transferir à sociedade as vantagens que auferiu com a realização do negócio irregularmente (art. 156, § 2.º).

Também é relevante trazer as vedações legais impostas ao administrador, em decorrência do dever de lealdade, mencionadas no art. 155. São vedados aos administradores: “I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar

oportunidades de negócio de interesse da companhia; III – adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir”.

O administrador deve exercer as suas atribuições de acordo com o interesse social e a função social da empresa, sendo-lhe vedado atuar em vistas ao interesse daquele que o elegeu.

Consta-se assim que o direito brasileiro, ainda que de maneira genérica, utiliza amplamente a estratégia jurídica com base em princípios que devem pautar a conduta dos administradores e controladores, deixando para a análise ex post das condições do negócio. Estabelece as diretrizes para que as transações entre partes relacionadas se dêem em condições de mercado e não cause prejuízo à companhia e aos seus investidores. A questão que precisa ser levantada refere-se à dificuldade de *enforcement* destas regras.

4. Comparação das estratégias legais brasileiras com as estratégias adotadas em outras partes do mundo:

A tabela 2 sintetiza a disciplina jurídica sobre RPTs nos EUA, União Européia, Reino Unido, Alemanha e França, conforme as estratégias jurídicas apontadas por Kraakman et al. (2004, p. 103):

< inserir Tabela 2 aqui >

A análise da tabela 2, em contraposição à tabela 1, permite comparar nossa realidade legal e de auto-regulação relativa às RPTs com as exigências sobre o tema presentes nos países mais desenvolvidos (a partir de cada um das estratégias legais).

4.1 Transparência

4.1.1 Contratos entre partes relacionadas

Provavelmente por ser uma estratégia regulatória menos invasiva nos negócios empresariais e com bons resultados na informação para o mercado, o dever de divulgar

a existência de RPTs aparece em todos os países analisado, mas cada um com suas especificidades e amplitudes ou restrições.

Nos EUA, o dever de informar amplamente as RPTs é bastante forte. Tanto na legislação estatal quando da regulamentação da SEC e das normas contábeis consta a obrigação de divulgar para o mercado as transações entre partes relacionadas, a remuneração individual dos administradores e a titularidade dos valores mobiliários e sua negociação pelos acionistas e administradores. Nos contratos, há obrigação de informar as operações e os detalhes que interessem aos investidores quando o valor for superior a US\$ 120.000 e a pessoa relacionada tiver um interesse (“material interest”) na transação, direta ou indiretamente. No registro da negociação, também é preciso mencionar os contratos materiais firmados entre a companhia e os administradores, sua controladora e suas controladas, direta ou indiretamente, ou sob controle comum.

Nas Diretivas da União Européia e nos países europeus pesquisados, a transparência também aparece como uma estratégia importante, mas sempre com as ressalvas. Sobre os contratos com partes relacionadas há as seguintes regras. A Diretiva sobre Prospecto determina que eles devem ser descritos no prospecto de emissão quando forem significativos para a companhia emitente. Além disto, se suas condições forem diferentes das praticadas no mercado é preciso informar as razões disto e o montante ou percentagem do volume de negócios do emitente com partes relacionadas.

No Reino Unido, o UK GAAP/IFRS exige que se dê publicidade às transações entre partes relacionadas, mas traz exceções para algumas transações que ocorrem no mesmo grupo econômico (“intragroups”) nas contas consolidadas. Ademais, há subjetividade no termo “materiality” que determina a necessidade de divulgação dos contratos. Em uma forma de transparência interna, a *Companies Act* de 2006 estabelece a obrigação dos administradores que tiverem interesse em algum negócio de informar os demais diretores. Na transparência, o sistema alemão é peculiar, pois exige que a administração elabore um relatório contendo os negócios jurídicos entre empresas ligadas indicando as vantagens e desvantagens que a companhia terá com tais negócios.

Conforme as regras de IAS, as transações com os administradores devem ser divulgadas. Os autores ressaltam que alguns países membros vão além da regulamentação da comunidade européia (nota 18), mas não se igualam à regulamentação sobre *disclosure* para companhias abertas listadas no mercado norte-americano (Kraakman et al., 2004, p. 104). Em relação aos acionistas, a regulamentação

da Comunidade Européia apenas exige a informação sobre a negociação com as ações desde que tenham relação com uma *takeover* (art. 89, Diretiva informações de companhia listadas). Sobre as transações com controladores ou empresas do mesmo grupo, não há exigência de informações.

Retomando o regime jurídico brasileiro, constata-se que, formalmente, o sistema brasileiro é tão rigoroso que o dos EUA e da União Européia, já que as regras contábeis e a norma do Novo Mercado determinam a divulgação dos contratos entre partes relacionadas, sem fazer ressalva para apenas aqueles que forem significativos para a companhia. Isto poderia levar a crer que o nosso sistema proporciona uma completa transparência das RPTs.

4.1.2 Remuneração dos administradores

A informação sobre a remuneração dos administradores, que nos EUA, deve ser ampla, como já acima afirmado, encontra disciplina diferente em cada um dos países analisados. Nas diretivas da União Européia, exige-se que a remuneração dos administradores e os seus nomes sejam divulgados no prospecto de emissão e que as demonstrações financeiras apontem a remuneração global, por categoria, dos administradores e membros do Conselho Fiscal, bem como sejam informados os montantes e condições de adiantamento, empréstimo e garantias conferidas aos administradores. Esta regra vale também para a controladora e as controladas da companhia emissora. Na Alemanha, o Código de Governança Corporativa traz algumas regras específicas e detalhadas, estabelecendo que o sistema de remuneração da diretoria, elaborado pelo Conselho com base no desempenho da companhia, deve ser divulgado apontando a remuneração individual e os critérios de remuneração devem ser apontados de maneira legível. A remuneração dos membros do Conselho, por sua vez, deve ser decidida na Assembléia ou constar no estatuto. Já o *Code de Commerce* francês determina que a remuneração dos administradores esteja informada em relatório apresentado na assembléia geral, apontando os elementos fixos, variáveis e excepcionais.

Neste ponto especificamente, o sistema brasileiro é bastante carente. Apenas em normativo recente da CVM, especificamente, na Deliberação CVM 560/2008, exige-se que a sociedade divulgue a remuneração do pessoal-chave da administração no total e

abrindo informação sobre os benefícios de curto prazo e longo prazo e remuneração baseada em ações. Na legislação, no entanto, não há qualquer exigência de divulgação da remuneração individual dos administradores, dando margem à apropriação de benefícios privados que não são repartidos com os minoritários. Outra regra interessante e que poderia ser adotada pelo nosso sistema é determinar a abertura dos critérios para a remuneração dos executivos e que eles estejam intimamente relacionados com o desempenho da companhia.

4.1.3 Negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia

A necessidade de informar a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia por administradores e acionistas relevantes existe em todos os países pesquisados, o que diferencia é o percentual mínimo para que isto ocorra. Nos EUA, qualquer negociação com valores mobiliários da companhia deve ser informada. Na União Européia, a Diretiva sobre Abuso de Mercado, *insider dealing* e manipulação de mercado determina que os administradores e pessoas a eles relacionadas informem para a autoridade competente qualquer negociação com ações, derivativos ou outros instrumentos financeiros. Esta regra também vale para a negociação de participação relevante por acionistas. Na Alemanha, o *Corporate Governance Report* menciona a informação de aquisição de ações da companhia por administradores que ultrapassem 1% das ações de sua emissão.

Neste tipo de informação, a legislação brasileira passou a ser bastante abrangente após a reforma da lei acionária de 2001, uma vez que obriga os administradores, controladores e membros do conselho fiscal a imediata divulgação à CVM e às Bolsas de qualquer modificação em suas posições acionárias na companhia. Interessante ainda a extensão das regras do Novo Mercado por não restringir esta divulgação apenas às ações e determinar divulgação com qualquer valor mobiliários da companhia e estender o dever para os cônjuges, companheiros e dependentes dos administradores, controladores e membros do Conselho Fiscal. Estas regras facilitam a fiscalização para a não ocorrência de *insider trading*.

4.2 Aprovação pelo Conselho de Administração ou pelos Acionistas

A estratégia legal de alocar o poder decisório sobre a realização de transações entre partes relacionadas para o Conselho de Administração ou para os acionistas é bastante utilizada nos países europeus pesquisados. No sistema jurídico alemão, o Conselho de Administração tem um papel importante na análise de aprovação da realização de operações entre partes relacionadas. Este órgão administrativo tem competência para aprovar contratos entre a companhia e os membros do Conselho, a concessão de empréstimo para membros da Diretoria e do próprio Conselho. Isto vale também para a concessão de crédito para membros do Conselho da controladora e da controlada. Cabe ainda ao Conselho a deliberação sobre a remuneração dos administradores, que deverá ser proporcional ao trabalho. O Código de Governança Corporativa alemão reforça esta estratégia, prevendo que qualquer transação entre a companhia e membros da administração, pessoas a eles ligados ou companhia que eles tenham uma ligação pessoal devem ter condições normalmente praticadas no mercado, sugerindo que transações importantes sejam aprovadas pelo Conselho de Administração. A aprovação dos acionistas ganha incentivo com a regra que exime a responsabilidade dos administradores quando o negócio prejudicial foi aprovado em Assembléia.

No recente Companies Act de 2006 da Inglaterra, a aprovação pelos acionistas deve ocorrer em contratos de longo prazo firmado com os administradores que tenham como objeto “*substantial property*” da companhia. Além disto, a concessão de empréstimo para os administradores é vedada, salvo a aprovação provação pelos sócios.

O sistema francês também utiliza esta estratégia quando exige que os contratos com os administradores ou com acionistas com mais de 10% das ações votantes ou empresas controlada do acionista sejam aprovados pelo Conselho de Administração. Esta regra vale também para contratos firmados com sociedades que o administrador tenha interesse. O presidente do Conselho deve avisar aos auditores e sustentar a sua aprovação na assembléia geral. Este sistema não é aplicável, todavia, para os contratos que tiverem condições normais. Nesta hipótese, é preciso informar ao Presidente do Conselho. Os acordos autorizados devem ser submetidos à aprovação da Assembléia Geral de Acionistas, sendo que a pessoa interessada não pode participar da votação.

Nos EUA, apenas o *Model Business Corporation Act* de 2002 adota a estratégia de alocação da competência decisória, mencionando a possibilidade do Conselho se manifestar sobre as transações entre partes relacionadas e estabelecendo que devem ser

consideradas apropriadas se foram aprovadas pelo Conselho ou pelos acionistas e forem *fair* para a companhia. A estratégia da alocação de decisão para outra órgão societário ou agentes, sejam os acionistas sejam os administradores, não é adotada pelo sistema brasileiro e pode ser adotada se o estatuto social prever tal obrigação.

A obrigatoriedade de aprovação de RPTs por outra instância de decisão visa o consentimento de pessoas, em princípio, desinteressadas. Quando a operação ocorre entre a companhia e seu administrador, a aprovação pelos demais administradores desinteressados em princípio representa um *compliance* e desencoraja transações ineficientes (Kraakman et al., 2004, p. 109). Por outro lado, esta estratégia legal pode ser fragilizada na possibilidade dos administradores independentes não serem desinteressados como quer a lei. Este ponto deve ser levado em consideração em uma reflexão possível da adoção desta estratégia de regulação, como fortemente utilizada na Alemanha, tendo em vista a concentração do poder de controle e a dificuldade de determinar os critérios para considerar um administrador como independente.

Quando a exigência de aprovação é dos acionistas presume-se que eles são os que perdem com o oportunismo dos administradores, pois eles são diretamente interessados em preservar o valor da companhia. Ocorre que há custos para fazer com que os acionistas entendam a operação e as questões de mercado (Kraakman et al., 2004, p. 110).

4.3 Vedação

Nesta estratégia legal, determina-se terminantemente a proibição das transações conflituosas. Como acima já afirmado, não é preciso ser tão rigoroso sob pena de afetar a possível eficiente organização dos negócios, em especial nos grupos econômicos. A hipótese de proibição que aparece em todos os países, ainda que de conteúdo normativo diverso, é a vedação de utilização de informações privilegiadas (*insider trading*). Nos Estados Unidos, após a SOX, é proibido também o empréstimo para os administradores, direta ou indiretamente, inclusive por subsidiárias. Vale ressaltar que, no Brasil, o empréstimo para partes relacionadas de instituições financeiras é considerado ato criminoso.

4.4 Regras de conduta

Nesta estratégia legal, há o estabelecimento de deveres específicos para atuação dos controladores e administradores, tais como dever de lealdade. Como consequência do descumprimento, pode-se ter o direito de retiradas dos demais sócios, a compensação adequada, a responsabilidade *ex post* dos acionistas, dos administradores e auditores.

Em relação aos administradores, esta estratégia é utilizada em quase todos os países. Seja na França, com a proibição de abuso dos bens sociais (*abus de biens sociaux*), seja nos Estados Unidos com o dever de lealdade imposto aos administradores (*duty of loyalty*). A diferença entre os países em geral está na efetividade desta regra, considerando o seu *enforcement* dentro do sistema judiciário.

Com os controladores, *standards* também são adotados por quase todos os países, tendo como consequência a responsabilidade pelos danos causados com operações entre partes relacionadas prejudiciais à companhia. Na Alemanha, no entanto, na disciplina dos grupos societários, há como consequência o possível direito de recesso dos minoritários ou a sua indenização.

No Brasil, como já demonstrado, há regras gerais de condutas – conflito de interesse, abuso do poder de controle, deveres de diligência e lealdade - que pautam a conduta dos controladores e administradores que também se aplicam na realização de RPTs e a consequência para a violação desta regra é a anulação e responsabilização dos que praticaram atos ilegais. No nosso sistema, a questão problemática desta estratégia, independente da consequência, está na sua efetividade, especialmente em razão da dificuldade de demonstração do ilícito pelos minoritários. Estes acionistas estão fora do poder de controle, têm informações restritas ao divulgado nas demonstrações financeiras e, salvo os investidores institucionais, provavelmente não têm capacidade técnica de detectar a irregularidade. Ademais, os custos com o ajuizamento uma ação associados à demora e incerteza da prestação jurisdicional são desincentivos para a efetividade desta estratégia legal como principal forma de controle da regularidade das RPTs.

4.5 Considerações sobre as regras existentes no Brasil, em perspectiva com as regras internacionais

De toda a pesquisa qualitativa jurídica realizada, pode-se concluir o seguinte sobre o sistema jurídico brasileiro no que se refere à capacidade da nossa disciplina jurídica inibir que as RPTs sejam formas de benefícios privados do controle:

- a) Constata-se que o nosso sistema aposta principalmente em duas estratégias legais: transparência e regras de conduta com análise *ex-post*.
- b) Sobre a transparência, a pesquisa empírica descrita nas seções a seguir demonstra que as obrigações de divulgação não são completamente cumpridas pelas companhias, ainda que abertas e com negociações de suas ações no Novo Mercado. A exigência de reflexão não se dá no campo da norma substancial, mas sobre o sistema de fiscalização e punição pelas instituições responsáveis (Judiciário, CVM e Bolsa). Interessante também refletir sobre prever limites para a divulgação destas informações para apenas aquelas transações significativas para o desempenho da companhia, desde que isto não traga subjetividade suficiente e prejudique o cumprimento da informação. Ainda sobre transparência, é preciso pensar sobre a clara divulgação individual da remuneração e dos benefícios dos administradores ou, ao menos, dos critérios utilizados para se chegar ao montante da remuneração, utilizando o exemplo dos Estados Unidos e do Código de Governança Corporativa alemão.
- c) Sobre o apostar na aplicação das regras de conduta com análise *ex-post*, novamente as atenções se voltam para o sistema de *enforcement* e efetividade das regras que determinam que o controlador e os administradores não podem ter benefícios privados do controle. Como estas normas trazem conceitos indeterminados – conflito de interesses, abuso do poder de controle, dever de lealdade e diligência – e o seu conteúdo depende da interpretação dos fatos no momento da sua aplicação ao caso concreto, seja pelo Judiciário seja pela CVM, são dois os pontos delicados. O primeiro refere-se à insegurança sobre a concretização da regra. Em que situações se há o conflito? Qual o efetivo limite da atuação do controlador com base na regra de abuso? Até onde o dever de diligência considera os riscos empresariais? Sem uma jurisprudência consistente e sistematizada haverá sempre falta de previsibilidade

sobre o que realmente pauta a atuação dos agentes empresariais na tomada de decisão. O segundo ponto está na parte probatória, isto é, a dificuldade de se demonstrar o efetivo prejuízo sofrido pela sociedade com as RPTs não eficientes.

- d) Sobre a estratégia da proibição, entendemos que o nosso sistema acerta ao não determinar a vedação das RPTs de maneira genérica. No que concerne à única vedação existente, qual seja, utilização de informações privilegiadas, mais uma vez, o problema para não existência deste benefício ilícito por parte do controlador e administrador ou pessoas a eles ligadas não está na regra substantiva, mas no seu sistema de fiscalização e aplicação.

5. Metodologia de pesquisa:

5.1 Amostra

A amostra do estudo é composta inicialmente por todas as 94 empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa em 31 de dezembro de 2006⁴. A restrição ao grupo de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança na Bovespa dá-se pelo fato de serem as únicas obrigadas a reportar suas transações com partes relacionadas no período em um documento específico, intitulado “Contratos com Partes Relacionadas”, disponibilizando-o publicamente nos *websites* da Bovespa⁵ e da CVM⁶. Obviamente, tal restrição amostral possui grande probabilidade de provocar um viés nas associações procuradas com a qualidade da governança corporativa e com o valor de mercado das empresas, haja vista que há boa probabilidade de já começarmos o trabalho limitando a amostra a um grupo de empresas provavelmente com padrão de governança superior ao das empresas listadas no segmento básico de listagem. Tal fato, portanto, constitui uma limitação do presente estudo. Por outro lado, a outra opção, de desconsideração das poucas informações quantitativas sobre o tema e não realização do estudo em virtude de tal limitação, deixaria de fornecer um retrato (ainda que limitado) das práticas de RPTs no país.

Durante a coleta de dados, observou-se que 39 companhias não disponibilizaram quaisquer informações sobre suas RPTs no período, não publicando, portanto, o documento “Contratos com Partes Relacionadas”. Para essas companhias, ter-se-ia duas possibilidades: a não realização de RPTs substanciais⁷ no período ou simplesmente a decisão da empresa de não torná-las públicas em documento específico, contrariando o regulamento dos segmentos diferenciados de listagem. Como forma de dirimir tal

dúvida, contatamos eletronicamente a área de suporte da Bovespa, questionando sobre a inexistência de tais documentos por parte das 39 companhias, algumas de grande porte e pertencentes a grandes grupos empresariais. Como resposta, fomos informados que muitas companhias não precisariam fornecer as informações sobre partes relacionadas caso entendessem que tal divulgação prejudicaria a “estratégia dos seus negócios”. Adicionalmente, 6 (seis) companhias apresentaram informações insuficientes sobre suas RPTs, causando enorme dificuldade de entendimento acerca do seu teor, valores envolvidos, prazos de duração, etc⁸. Como resultado, optamos por excluir tais empresas. Após as exclusões, a amostra final compôs-se de 49 empresas com informações de suas RPTs realizadas no ano de 2006.

5.2 Variáveis relativas às RPTs

Um dos objetivos do estudo é apresentar um panorama quantitativo das RPTs no país. Para tanto, quatro aspectos principais concernentes às RPTs foram avaliados:

1. Número de RPTs realizadas no período;
2. Tipo de RPTs;
3. Contrapartes envolvidas nas RPTs; e
4. Montantes envolvidos nas RPTs (em termos absoluto e relativo).

Os aspectos acima foram convertidos em oito variáveis, cujas definições operacionais são apresentadas na Tabela 3.

< inserir Tabela 3 aqui >

5.3 Demais variáveis do estudo

Além de descrever empiricamente a ocorrência das RPTs nas empresas do país, o estudo visa também relacionar a ocorrência das RPTs com aspectos de governança corporativa e de percepção de valor de mercado das companhias. Para isso, foram construídas diversas variáveis, descritas na Tabela 4.

< inserir Tabela 4 aqui >

Dentre as variáveis descritas na Tabela 4, uma variável crítica merece atenção especial: a qualidade de governança corporativa, aproximada por um índice amplo e objetivo elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). O índice, criado com base no trabalho de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), é aplicado anualmente pelo Instituto a todas as companhias listadas em bolsa como parte do Prêmio IBGC de empresas. Sua construção em 2005 envolveu um grupo de quinze experts em governança corporativa, incluindo acadêmicos, praticantes de mercado e representantes de órgãos reguladores e associações de mercado. Ele é formado por 20 questões binárias e objetivas, divididas em quatro dimensões-chave de governança: disclosure, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflitos de interesse, e direito dos acionistas. Mais detalhes sobre a construção do índice podem ser obtidos no *website* do IBGC⁹, bem como no artigo original dos autores Leal e Carvalhal-da-Silva (2007)¹⁰. Deve-se reconhecer que tais índices são sempre sujeitos a questionamentos sobre sua precisão. Por outro lado, deve-se ressaltar que diversos estudos recentes utilizaram índices similares, construídos com base em um conjunto de questões objetivas acerca de certas práticas de governança (Gompers, Ishii and Metrick (2003), Durnev e Kim (2005) e Black, Jang and Kim (2006), entre outros). Levando em consideração a potencial limitação deste indicador, utilizamos três outras medidas associadas à governança corporativa como teste de robustez: presença no Novo Mercado (em contraposição à presença nos Níveis 1 ou 2), separação de cargos entre Diretor Presidente e Presidente do Conselho, e percentual de conselheiros não eleitos pelo acionista controlador.

6. Análise dos resultados

Os resultados são divididos entre três partes: descrição das RPTs entre as empresas listadas em bolsa; relação entre RPTs e qualidade/práticas de governança; e relação entre RPTs e valor das empresas.

6.1 Análise descritiva das RPTs em companhias listadas brasileiras

As tabelas 5 a 9 apresentam as estatísticas descritivas relativas às RPTs realizadas pelas companhias brasileiras listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa em 2006.

< inserir Tabela 5 aqui >

< inserir Tabela 6 aqui >

< inserir Tabela 7 aqui >

< inserir Tabela 8 aqui >

< inserir Tabela 9 aqui >

De acordo com a Tabela 5, observa-se uma média (mediana) de 6,4 (5,0) RPTs para cada empresa da amostra no período. Como mais de 75% das companhias reportaram no mínimo duas RPTs no período, pode-se inferir que se trata de uma situação comumente enfrentada pelas companhias.

Em relação ao tipo de RPTs realizadas, as tabelas 6 e 7 apresentam duas classificações distintas: uma sintética, dividida em três categorias (Tabela 6), e outra detalhada, dividida em sete categorias (Tabela 7). Em relação à Tabela 6, observa-se uma predominância de RPTs do tipo operacional (envolvendo a prestação de serviços técnicos, aluguel de bens, compra ou venda de insumos, etc.), com 60% das companhias da amostra reportando operações deste tipo. Na seqüência, aparecem as RPTs financeiras (empréstimos ou compra ou venda de ativos financeiros, envolvendo desembolso de caixa) com cerca de 48%, e as RPTs envolvendo concessão de garantias por parte da companhia (sem desembolso de caixa), com cerca de 35%. Em relação à Tabela 7, mais detalhada, observa-se uma clara predominância de quatro tipos principais de RPTs: prestação de serviços (com 49% das empresas realizando tal operação), empréstimos (42,9%), concessão de aval / garantias (32,7%) e locação de imóveis (24,5%).

Os montantes absolutos e relativos envolvidos nas RPTs das empresas da amostra são apresentados na Tabela 8. De acordo com a tabela, percebe-se inicialmente uma grande disparidade entre os valores da média e da mediana dos quatro indicadores apresentados (valor absoluto, e RPTs sobre: receita operacional, ativo total e capitalização de mercado). Isto se deve basicamente a quatro observações extremas de companhias com altíssimos montantes envolvidos: Light, Tractebel, Banco do Brasil e Gerdau SA¹¹. Em virtude de tais observações extremas, consideramos mais correto avaliar a mediana do que a média de tais indicadores. Assim, as RPTs apresentaram uma mediana de R\$ 46,7 milhões para as empresas da amostra. Em termos relativos, pode-se considerar tais operações substanciais, já que elas representam cerca de 4,5% da receita operacional líquida anual, 3,0% dos ativos e 1,8% do valor de mercado da empresa intermediária da amostra.

A tabela 9, por fim, apresenta as principais contrapartes envolvidas nas RPTs das empresas da amostra. Com maior frequência, aparecem as operações com a entidade controladora e com entidades controladas (em 61,2% e 55,1%, respectivamente). Este padrão se mantém quando são analisadas apenas as RPTs de longo prazo. Entretanto, quando são levados em consideração os montantes envolvidos nas RPTs, tem-se uma mudança: as operações com administradores (ou com empresas de seus familiares) representam cerca de 23,2% do montante total de todas as RPTs, apesar de representarem apenas 18,4% do número total de operações. Em outras palavras, as companhias realizam menos operações com seus administradores, porém estas tendem a ter montantes maiores envolvidos. Ainda de acordo com a tabela, observa-se que 52,7% do montante total dizem respeito a operações com controladas, 22,9% com controladoras e apenas 1,4% com sociedades coligadas.

Adicionalmente, as tabelas 10 e 11 apresentam as estatísticas descritivas referentes às demais variáveis de interesse do estudo.

< inserir Tabela 10 aqui >

< inserir Tabela 11 aqui >

6.2 Relação entre RPTs e qualidade da governança corporativa

O segundo objetivo empírico deste trabalho diz respeito à possível relação entre práticas de governança corporativa e incidência / relevância das RPTs. Inicialmente, dividimos as 49 companhias da amostra em três grupos, com base no índice amplo de governança corporativa aplicado às companhias¹². Como resultado, obtivemos dois grupos extremos, chamados de “alta governança corporativa” e “baixa governança corporativa”¹³. Na seqüência, comparamos a incidência / relevância das RPTs dos dois grupos por meio do teste-t de diferença de médias entre duas amostras com variâncias diferentes. Os resultados são apresentados na Tabela 12.

< inserir Tabela 12 aqui >

De acordo com a tabela 12, o grupo de empresas classificadas como de “alta governança corporativa” apresentou uma média inferior de RPTs, tanto no número de operações realizadas quanto dos montantes envolvidos, em relação ao grupo de empresas classificadas como de “baixa governança corporativa”. Como exemplo, a relação entre as RPTs e a capitalização de mercado das empresas foi em média de 6,8% no grupo de empresas com maior pontuação em governança, contra elevados 48,8% no grupo de empresas com governança inferior. Tal resultado corrobora a hipótese das RPTs como sinalização de conflito de interesses, sendo uma maior utilização e relevância dessas operações associadas a piores práticas de governança. Entretanto, em função da escassez de dados, os resultados possuem duas limitações importantes. Em primeiro lugar, os testes de diferenças de médias não apontaram diferenças estatisticamente significantes entre as médias dos dois grupos. Isto se deve provavelmente ao baixo número de graus de liberdade decorrente do baixo número de observações e do alto desvio-padrão encontrado em ambos os grupos. Em segundo lugar, a comparação das médias de dois grupos distintos não permite qualquer inferência de causalidade. Assim, não se pode confirmar a hipótese de que uma melhor qualidade de governança corporativa leva a uma menor utilização de RPTs, mas apenas evidenciar que as RPTs são mais comuns e relevantes no grupo de empresas com pior qualidade de governança. Como testes de robustez na relação entre RPTs e governança corporativa, realizamos

três novas análises, segregando as empresas em função de três aspectos-chave de governança: presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho; percentual de conselheiros eleitos por acionistas minoritários; e, listagem no Novo Mercado da Bovespa, em contraposição à listagem nos Níveis 1 ou 2 de governança. A Tabela 13 apresenta os resultados destas análises.

< inserir Tabela 13 aqui >

A análise da Tabela 13 leva a duas constatações principais. Em primeiro lugar, observa-se uma média inferior de RPTs, tanto no número de operações realizadas quanto dos montantes envolvidos, do grupo de empresas com alta proporção de conselheiros eleitos pelos minoritários, em relação ao grupo de empresas com baixa proporção de tais conselheiros (Análise B). Como exemplo, a relação entre as RPTs e a receita operacional das empresas foi de 18,8% em média para o grupo de empresas com maior proporção de conselheiros indicados pelos minoritários, contra 51,5% em média para o grupo de empresas com menor proporção de tais conselheiros. Este resultado corrobora novamente a hipótese de maior presença de RPTs em empresas com mecanismos mais frágeis de governança. Por outro lado, dois resultados se mostraram aparentemente contrários a esta hipótese: uma maior incidência e relevância das RPTs nas empresas com pessoas diferentes ocupando os cargos de mais alta gestão (análise A) e nas empresas pertencentes ao Novo Mercado (análise B). O resultado da análise A pode se dever à diferença de porte entre as companhias dos dois grupos. Enquanto as empresas com pessoas diferentes ocupando os cargos de mais alta gestão apresentaram receita média de R\$ 4,8 bilhões, o grupo de empresas com a mesma pessoa em ambos os cargos apresentou receita média de apenas R\$ 1,6 bilhão. Como as empresas maiores tendem a realizar RPTs de maior porte absoluto e em maior frequência, isto pode ter enviesado os resultados. No caso da análise C, os resultados se devem à presença das quatro empresas com maior incidência e relevância das RPTs no Novo Mercado: Light, MMX Mineração, Tractebel e Banco do Brasil (vide seção 6.1). Com a realização dos testes sem a presença destas observações extremas, os resultados se modificam radicalmente, com o grupo de empresas do Novo Mercado apresentando menos RPTs do que o grupo de empresas dos Níveis 1 e 2. Como exemplo, a relação entre RPTs e capitalização de mercado no grupo do Novo Mercado cai de uma média de 24,5% para

apenas 3,4% sem a presença das quatro empresas acima, tornando-se inclusive inferior à média do outro grupo (13,8%) a um nível de significância de 5%.

Além dos testes de diferença de média, realizamos uma regressão linear múltipla visando capturar a potencial influência causal da qualidade das práticas de governança sobre a relevância das RPTs. Os resultados são apresentados na tabela 14.

< inserir Tabela 14 aqui >

De acordo com a tabela 14, observa-se um sinal negativo, porém não significativo estatisticamente, dos coeficientes das variáveis que sinalizam uma maior qualidade de governança corporativa, sobre a relevância das RPTs em relação à capitalização de mercado das companhias. Em outras palavras, observa-se uma relação negativa entre a pontuação no índice de governança utilizado e a relevância das RPTs no período, corroborando novamente a hipótese de pesquisa. Entretanto, apesar dos coeficientes apresentarem sinais em linha com a hipótese das RPTs como sinalização de conflitos de interesse, a ausência de significância estatística não permite inferências conclusivas.

Em resumo, podem-se extrair três conclusões principais da relação entre RPTs e práticas de governança corporativa: i) em linhas gerais, os agrupamentos de empresas com melhores práticas de governança apresentaram médias menores de RPTs no período (em termos de frequência e relevância de tais operações); ii) dada a escassez de observações e ao alto desvio-padrão da amostra, os resultados dos testes de diferença de médias e das regressões múltiplas não se mostraram significantes estatisticamente; e, iii) os resultados, apesar de sinalizarem uma relação negativa entre boa governança corporativa e a utilização RPTs, não permitem qualquer inferência de causalidade, tendo em vista a limitação dos métodos econométricos empregados para lidar com tal questão.

6.3 Relação entre RPTs e valor das empresas

O terceiro objetivo empírico deste trabalho diz respeito à possível relação entre a incidência / relevância das RPTs e o valor de mercado das empresas. Para tanto, realizamos três análises, subdividindo a amostra em dois grupos, com base na relevância das RPTs para as companhias (proporção das RPTs em relação à capitalização de mercado, ativo total e receita operacional). Na seqüência, comparamos o valor de mercado dos dois grupos por meio de diferentes medidas relativas (Q de Tobin, PBV e EVEBITDA), aplicando um teste-t de diferença de médias. Os resultados são apresentados na Tabela 15.

< inserir Tabela 15 aqui >

Os resultados da Tabela 15 são claros: independentemente da forma de segregação das empresas com base na relevância de suas RPTs e do múltiplo de valor mercado empregado, observa-se que as empresas com menor utilização de RPTs apresentam maior valor relativo de mercado. Mesmo com o baixo número de observações, em diversas situações os resultados se mostram significantes estatisticamente ao nível de 1%. Como exemplo, temos a análise que segrega as empresas em função do peso das RPTs sobre seu ativo total. Para as empresas com alta proporção das RPTs, constata-se um múltiplo preço da ação sobre valor patrimonial (PBV) médio de 2,19, contra um PBV médio de 3,43 para as empresas com baixa proporção de RPTs em relação ao seu ativo total. Neste caso, a diferença entre os múltiplos se mostrou significativa ao nível de 1%. Apesar dos resultados unidirecionais apontando uma associação positiva entre valor de mercado e baixa utilização de RPTs, novamente deve-se ressaltar que os testes de diferença de médias não permitem qualquer tipo de inferência de causalidade acerca da hipótese de que a maior utilização de RPTs levaria a um menor valor de mercado das empresas.

Adicionalmente aos testes de diferença de média, realizamos uma regressão linear múltipla visando capturar o eventual impacto da utilização das RPTs sobre o valor das empresas. Os resultados são apresentados na tabela 16.

< inserir Tabela 16 aqui >

Os resultados da tabela 16 apontam claramente para um impacto negativo das RPTs sobre o valor das empresas. Especificamente, observa-se que, quanto mais relevantes os montantes envolvidos nas RPTs, menor o múltiplo de valor das empresas. No geral, os resultados se mostraram significantes ao nível de 5%, corroborando a hipótese de pesquisa de que as empresas que lançam mão de mais RPTs recebem um desconto no seu valor de mercado. Em resumo, os resultados dos testes de diferença de médias e das regressões múltiplas apontaram para uma relação negativa e significativa estatisticamente entre a relevância das RPTs realizadas e o valor de mercado das companhias. Assim, apesar das limitações em relação às inferências de causalidades, obtivemos evidências relevantes de que as RPTs são entendidas pelo mercado como uma sinalização de conflitos de interesse, traduzindo-se em menor valor de mercado.

7. Conclusão

As transações com partes relacionadas (RPTs) constituem operações freqüentes no ambiente empresarial de todos os países. Em virtude de seu potencial conflito de interesses, tais transações são merecedoras de atenção especial por parte dos pesquisadores ligados à governança corporativa. Este trabalho abordou a questão das RPTs no Brasil sob o ponto de vista legal e empírico/analítico.

Em relação ao aspecto legal, visou-se alcançar dois objetivos: i) analisar as principais regras relativas ao tema no país, procurando identificar quais são estratégias jurídicas adotadas no Brasil a fim de evitar problemas decorrentes de conflitos de interesses nas RPTs; e ii) comparar as exigências locais com as de outros sistemas jurídicos de países desenvolvidos e da União Européia, utilizando a estrutura proposta por Kraakman (2004). Em relação ao enfoque empírico/analítico, visaram-se três objetivos: iii) identificar empiricamente quais são as principais operações com partes relacionadas

reportadas por todas as companhias brasileiras listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa em 2006, incluindo montantes envolvidos e as principais contrapartes; iv) avaliar a relação entre a incidência de RPTs e a qualidade das práticas de governança das companhias; e, v) investigar empiricamente a possível relação entre a utilização de RPTs pelas empresas e sua percepção de valor de mercado.

Com base nos objetivos traçados, obtivemos cinco resultados principais:

- i) Nosso sistema aposta principalmente em duas estratégias legais: as regras de conduta com análise *ex-post* (*standards*) e a transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*). Sob o ponto de vista da regulação, o direito brasileiro utiliza amplamente a estratégia jurídica de estabelecer princípios que devem pautar a conduta dos administradores e controladores, deixando para a análise *ex-post* das condições do negócio. Por outro lado, sob o ponto de vista da auto-regulação, institutos como as regras do Novo Mercado e as normas contábeis do CFC e do IBRACON apresentam foco na estratégia da transparência obrigatória de informações relevantes (*mandatory disclosure*) para lidar com as RPTs no país.
- ii) Na seção comparativa com outros sistemas, verifica-se que a exigência de divulgação das RPTs nas demonstrações financeiras para as companhias abertas brasileiras, principalmente para as listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa, se encontra no mesmo padrão de exigência de outros países pesquisados. Entretanto, a pesquisa empírica constatou que tais práticas provavelmente não tendem a ser seguidas pelas companhias, haja vista a dificuldade para coleta de informações relativas às RPTs. Assim, observa-se que, a despeito da estratégia de disciplinar as RPTs por regras de conduta ser comum a todos os sistemas jurídicos pesquisados, faz-se necessário questionar a efetividade desta estratégia no Brasil, levando a crer que o problema está mais no sistema de *enforcement* do que na necessidade de revisão da regra substantiva. Adicionalmente, uma informação não exigida no Brasil, porém já presente em outros sistemas, diz respeito à maior transparência acerca da remuneração dos administradores. Por fim, o estudo comparativo com outras legislações mostrou que uma estratégia legal não utilizada em nosso país é a necessidade de aprovação da RPTs pela Assembléia de Acionistas ou pelo Conselho. A adoção de tais regras poderia ser válida, ainda que dentro dos estatutos ou no âmbito da auto-regulação, já que transferiria para uma instância de dentro da própria sociedade a decisão sobre as condições das RPTs.

iii) As RPTs são significativas e realizadas com frequência pelas empresas da amostra.

Em média (mediana), cada empresa da amostra reportou ter realizado 6,4 (5,0) RPTs no período. Em relação ao tipo de RPTs, observou-se uma predominância de transações operacionais (envolvendo a prestação de serviços técnicos, aluguel de bens, compra ou venda de insumos, etc.), com 60% das companhias da amostra reportando operações deste tipo. Na sequência, apareceram as transações financeiras (empréstimos ou compra ou venda de ativos financeiros, envolvendo desembolso de caixa), com cerca de 48%. Em relação aos montantes envolvidos, as RPTs apresentaram uma mediana de R\$ 46,7 milhões para as empresas da amostra. Em termos relativos, elas representaram cerca de 4,5% da receita operacional líquida anual, 3,0% dos ativos e 1,8% do valor de mercado da empresa intermediária da amostra. Em relação às principais contrapartes envolvidas, observou-se com maior frequência operações com a entidade controladora (presentes em 61,2% das empresas). Deve-se destacar também as operações com administradores, que, apesar de representarem apenas 18,4% do número total de operações, representaram cerca de 23,2% do montante total de todas as RPTs.

iv) Observou-se no geral uma relação negativa entre a qualidade da governança corporativa e o nível de utilização das RPTs, com as empresas com mecanismos de governança mais deficientes lançando mão de mais operações desta natureza. Como exemplo, a relação entre as RPTs e a capitalização de mercado das empresas foi em média de 6,8% no grupo de empresas com maior pontuação em governança, contra elevados 48,8% no grupo de empresas com governança inferior. Tal resultado corrobora a hipótese das RPTs como sinalização de conflito de interesses, sendo uma maior utilização e relevância dessas operações associadas a piores práticas de governança. Entretanto, em função da escassez de observações e do alto desvio-padrão da amostra, os resultados não se mostraram significantes estatisticamente, não permitindo quaisquer inferências de causalidade.

v) Observou-se uma relação negativa mais robusta estatisticamente entre o nível de utilização de RPTs e diferentes medidas de valor das empresas, indicando que as empresas que lançam mão de mais RPTs recebem um desconto no seu valor de mercado. Como exemplo, para as empresas com alta proporção das RPTs em relação ao seu ativo total, constatamos um múltiplo preço da ação sobre valor patrimonial (PBV) médio de 2,19, contra um PBV médio de 3,43 para as empresas com baixa

proporção de RPTs em relação ao seu ativo total. Novamente, apesar dos resultados unidirecionais apontando uma associação positiva entre valor de mercado e baixa utilização de RPTs, deve-se interpretar os resultados com cautela, tendo em vista as limitações da amostra e dos métodos econométricos empregados. Em outras palavras, apesar da significância estatística encontrada, não é possível, apenas com base neste estudo, extrair uma inferência conclusiva de causalidade acerca da hipótese de que a maior utilização de RPTs levaria a um menor valor de mercado das empresas. Por outro lado, apesar das limitações relativas à inferência de causalidade, concluímos obter evidências relevantes de que as RPTs são entendidas pelo mercado mais como uma sinalização de conflitos de interesse do que como uma transação econômica eficiente.

Com base nos resultados apresentados, acreditamos que o estudo apresenta quatro contribuições principais: 1) trata-se do primeiro trabalho a comparar as estratégias jurídicas brasileiras com as estratégias de outros países por meio de uma abordagem estruturada; 2) trata-se do primeiro trabalho a fornecer uma ampla descrição empírica da extensão da utilização de RPTs por companhias brasileiras; 3) trata-se do primeiro trabalho a investigar a relação entre incidência de RPTs e qualidade das práticas de governança corporativa no Brasil; e 4) trata-se do primeiro trabalho a investigar a relação entre RPTs e valor das empresas no Brasil. Vale ainda destacar, que as duas últimas contribuições provavelmente se estendem a América Latina, haja vista que não foram encontrados estudos similares na região.

Para os formuladores de diretrizes públicas, o trabalho apresenta evidências relevantes a serem levadas em consideração para a definição de regras relativas às RPTs, tendo em os evidentes conflitos de interesses associados a tais decisões e seu potencial para destruição de valor corporativo.

Como próximos passos, acreditamos que a pesquisa possa ser aprimorada de forma substancial, a partir de um entendimento mais aprofundado das estratégias legais sobre RPTs em outros países e da construção de uma amostra mais abrangente, incluindo dados de outros anos e de novas empresas.

Referências:

BAEK, J. S., KANG, J. K., LEE, I. (2006). Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols. *Journal of Finance*, 61, 5, 2415-2449.

BLACK, B., JANG, H., KIM, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22, 2.

DURNEV, A., KIM, H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p. 1461-1493.

DENIS, D.J., SARIN, A. (1999). Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations. *Journal of Financial Economics*, 52, 187-223.

DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. (2005). The Law and Economics of Self-Dealing. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=864645>

GOMPERS, P.A., ISHII J.L., METRICK, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

GORDON, E., HENRY, E., PALIA, D. (2005). Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value. EFA 2004 Maastricht Paper n. 4377. AFA 2006 Boston Meetings Paper. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=558983>

KRAAKMAN, R., DAVIES, P., HANSMAN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., ROCK, E. (2004). *The Anatomy of Corporate Law*, 1 ed., Oxford University Press, 231p.

JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 40, p. 22-27.

KIRCHMAIER, T., GRANT, J. (2008). Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule, FMG Discussion Paper No. 536. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=613945>

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, G. ZAMARRIPA. (2003). Related Lending. *The Quarterly Journal of Economics*, 231-267.

LEAL, R. P., CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile), In: Florencio Lopez-de-Silanes, Alberto Chong, (ed.) *Investor Protection and Corporate Governance: Firm Level Evidence Across Latin America*. Stanford: Stanford University Press (2007). Also in *Inter-American Development Bank Research Network Working Paper #R-514*, (2005). Available at http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514

LUPUTI, Laura. Reporting related party transactions and conflict of interest. Disponível em www.oecd.org/dataoecd/55/34/32387391.pdf

MING, J. J., WONG, T.J. (2003). Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups. EFA 2003 Annual Conference Paper No. 549.

SILVEIRA, A. M., LEAL, R., CARVALHAR-DA-SILVA, A., BARROS, L. (2007). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=995764>

Tabela 1 – Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com as operações com partes relacionadas no Brasil (RPTs)

A tabela abaixo sintetiza as principais exigências presentes na regulação e auto-regulação das operações com partes relacionadas no Brasil. Para sua elaboração, foram consultadas: a Lei 6.404/76 (incluindo suas alterações subsequentes), os atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as regras para listagem do Novo Mercado da Bovespa, as normas brasileiras de contabilidade do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), e os pronunciamentos do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON).

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
1	Transparência obrigatória de informações relevantes (mandatory disclosure)	<p>Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.</p> <p>§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:</p> <p>a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;</p>	<p>Deliberação CVM n. 560/2008, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da divulgação sobre Partes Relacionadas</p> <p>16. A entidade deve divulgar a remuneração do pessoal-chave da administração no total e para cada uma das seguintes categorias:</p> <p>(a) benefício de curto prazo a empregados e administradores;</p> <p>(b) benefícios pós-emprego;</p> <p>(c) outros benefícios de longo prazo;</p> <p>(d) benefícios de rescisão de contrato de trabalho; e</p> <p>(e) remuneração baseada em ações.</p>	<p>(I) Contratos entre empresas do mesmo grupo</p> <p>6.8 Contratos com o mesmo grupo. A Companhia deve enviar à Bovespa e divulgar informações de todo e qualquer contrato celebrado entre a companhia e suas controladas e coligadas, seus administradores, seu acionista controlador, e, ainda, entre a companhia e sociedades controladas e coligadas dos administradores e do acionista controlador, assim como com outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou de direito, sempre que for atingido, num único contrato ou em contratos sucessivos, com ou sem o mesmo fim, em qualquer período de um ano, valor igual ou superior a R\$ 200.000,000 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% sobre o patrimônio líquido da</p>	<p>Resolução CFC nº 973/03 NBC T 17:</p> <p>24. Os saldos existentes na data do balanço e as transações ocorridas durante o exercício, ou no período em que mereçam divulgação, devem ser destacados nas demonstrações ou informações contábeis, com a identificação das partes relacionadas e a indicação dos seus montantes, natureza e condições. Transações anormais, com partes relacionadas após o encerramento do exercício ou período, também devem ser divulgadas.</p> <p>25. A referida divulgação pode ser feita no corpo das demonstrações contábeis e/ou em notas explicativas, qual seja o mais prático, respeitada a condição de fornecer detalhes suficientes para a identificação das partes relacionadas e das</p>

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
	<p>b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;</p> <p>c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;</p> <p>d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;</p> <p>e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.</p> <p>§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as</p>	<p>17. Se tiver havido transações entre partes relacionadas, a entidade deve divulgar a natureza do relacionamento com as partes relacionadas, assim como informações sobre as transações e saldos existentes necessária para a compreensão do potencial efeito desse relacionamento nas demonstrações contábeis. Esses requisitos de divulgação são adicionais aos referidos no item 16 para divulgar a remuneração do pessoal-chave da administração. NO mínimo, as divulgações devem incluir:</p> <p>(a) o montante das transações;</p> <p>(b) montante dos saldos existentes e: (i) seus termos e condições, incluindo se possuem garantia, e a natureza do montante a ser pago; e (ii) informações de quaisquer garantias dadas ou recebidas;</p> <p>(c) provisão para créditos de liquidação duvidosa relacionada com o montante dos saldos</p>	<p>companhia, considerando-se aquele que for maior.</p> <p>6.8.1 As informações prestadas e divulgadas deverão discriminar o objeto do contrato, o prazo, o valor, as condições de rescisão ou de término e a eventual influência do contrato sobre a administração ou a condução dos negócios da Companhia.</p> <p>6.10 Programas de opções de aquisição de ações. Uma cópia de todos os programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da Companhia, destinados aos seus funcionários ou administradores, deverá ser enviada à Bovespa.</p> <p>(II) Divulgação sobre valores mobiliários de titularidades dos acionistas, administradores e membros do conselho fiscal</p> <p>9.1 Dever de informar. Os Administradores, Acionista Controlador e os membros do Conselho Fiscal ficam obrigados a informar à Bovespa a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que</p>	<p>transações realizadas entre as partes, para o entendimento das demonstrações contábeis. Deve ser indicado, em todos os casos, se as transações foram feitas a valores e prazos usuais no mercado ou de negociações anteriores que representam condições comutativas.</p> <p>30. As transações e os saldos com a(s) pessoa(s) física(s) dos administradores e/ou controladores e demais partes relacionadas devem ser divulgados em notas explicativas às demonstrações contábeis, com detalhes suficientes que permitam ter uma noção exata do tipo de transação, e os valores e as condições envolvidos.</p> <p>Resolução CFC nº 1.039 DE 26.08.2005:</p> <p>11.14.2.4. No desenvolvimento da auditoria, o auditor deve atentar para transações que pareçam não-usuais nas circunstâncias e possam indicar a existência de partes relacionadas ainda não-identificadas. Exemplos: a) transações com condições negociais anormais,</p>	

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
		<p>modificações em suas posições acionárias na companhia.</p> <p>Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (incluído pela Lei 10.303, de 2001)</p> <p>Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários</p>	<p>existentes; e</p> <p>(d) despesas reconhecidas durante o período a respeito de dívidas incobráveis ou de liquidação duvidosa de partes relacionadas.</p> <p>18. As divulgações exigidas no item 17 devem ser feitas separadamente para cada uma das seguintes categorias:</p> <p>(a) controladora;</p> <p>(b) entidades com controle conjunto ou influência significativa sobre a entidade;</p> <p>(c) controladas;</p> <p>(d) coligadas;</p> <p>(e) <i>joint ventures</i> nas quais a entidade seja uma investidora; e</p> <p>(f) pessoal chave da administração da entidade ou da respectiva controladora; e</p> <p>(g) outras partes relacionadas.</p>	<p>sejam titulares direta ou indiretamente, inclusive seus derivativos.</p> <p>9.1.1 Quaisquer negociações que vierem a ser efetuadas, relativas aos valores mobiliários e aos derivativos, devem ser comunicadas em detalhe à Bovespa, informando-se inclusive o preço, no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificar a negociação.</p> <p>9.1.2 A obrigação tratada neste item estende-se aos valores mobiliários e respectivos derivativos de que sejam titulares, direta ou indiretamente, o cônjuge, o(a) companheiro (a) e os dependentes incluídos na declaração anual de IR dos administradores, acionista controlador ou membros do Conselho Fiscal.</p> <p>(IV) Divulgação em prospecto 7.2 Prospectos. Além das demais exigências aplicáveis por força da legislação vigente e dos regulamentos editados por entidades de auto-regulação, os prospectos relativos às distribuições públicas feitas pela</p>	<p>tais como: preços, taxas de juros, garantias e condições de pagamento não-usuais ou fora das condições de mercado ou que seriam realizadas com terceiros; b)transações que, aparentemente, careçam de motivo comercial lógico; c)transações em que a essência difere da forma; d)transações processadas de maneira não-usual; e)transações significativas ou de grande volume com certos clientes ou fornecedores, em comparação com outros; e f)transações não-registradas, tais como: recebimento ou prestação de serviços administrativos sem custo.</p> <p>11.14.2.5. Ao examinar as transações com partes relacionadas identificadas, o auditor deve obter evidência de auditoria suficiente e apropriada sobre se essas transações foram, apropriadamente, registradas e divulgadas nas Demonstrações Contábeis.</p> <p>IBRACON NPC XXIII – Transações entre Partes Relacionadas – Pronunciamento</p>

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
		de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)		<p>Companhia deverão observar os seguintes requisitos mínimos: (...)</p> <p>(xii) informar todo e qualquer negócio jurídico celebrado entre a Companhia e suas Controlada(s) e Coligada(s), seus Administradores, seu Acionista Controlador, e, ainda, entre a Companhia e sociedade(s) Controlada(s) e Coligada(s) dos Administradores e do Acionista Controlador, assim como com outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; (...) (xiv) apresentar as qualificações pessoais e experiência profissional dos Administradores e dos membros do conselho fiscal, assim como a política de remuneração e benefícios da Companhia; (xv) informar a posição acionária de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física”</p>	<p>de janeiro de 1986, referendado pela CVM na Deliberação 26/1986.</p> <p>8. Os saldos existentes à data do balanço e as transações ocorridas que mereçam divulgação devem ser destacados nas demonstrações financeiras como segue...</p> <p>9. A referida divulgação pode ser feita no corpo das demonstrações financeiras ou em notas explicativas, qual seja o mais prático, respeitada a condição de fornecer detalhes suficientes para identificação das partes relacionadas e de quaisquer condições essenciais ou não estritamente comutativas inerentes às transações em pauta. Deve ser indicado, em todos os casos, se as transações foram feitas a valores e prazos usuais no mercado ou de negociações anteriores que representam condições comutativas.</p> <p>12. Nas demonstrações financeiras consolidadas que incluam as partes relacionadas, como regra geral não será necessária a divulgação da</p>

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
					maioria dos saldos e transações com partes relacionadas, já que eles são eliminados no processo de consolidação. Entretanto, tanto as transações com a pessoa física dos administradores e/ou controladores, quanto às operações que revelam dependência econômica e/ou financeira, não são eliminadas no referido processo; portanto, esses montantes devem ser revistos, desta vez em relação com a significância dos saldos consolidados.
2	Competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)	<p>Art. 142. Compete ao conselho de administração:</p> <p>III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;</p> <p>VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;</p>			
3	Competência dos acionistas para	Art. 154. (...)			

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
	deliberar sobre as condições dos negócios (<i>shareholder approval</i>)	<p>§ 2º É vedado ao administrador:</p> <p>b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito.</p>			
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	<p>Art. 155 (...)</p> <p>§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.</p>		<p>3.4 Vedação à negociação. Nos 6 (seis) meses subsequentes ao início da negociação dos valores mobiliários no Novo Mercado, acionista controlador e/ou administradores não poderão vender e/ou ofertar à vendas quaisquer ações e derivativos destas. Após os 6 meses iniciais, os mesmos não poderão, por mais 6 (seis) meses, vender e/ou ofertar mais do que 40% das ações e derivativos destas que eram titulares.</p>	
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de	<p>Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros</p>	<p>Instrução da CVM 323/2000: Enumera outras hipóteses de abuso do poder de controle as seguintes situações: “a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive</p>	<p>12.1 Notificação de descumprimento. 12.11 Se o descumprimento das obrigações decorrentes do regulamento de listagem não for sanado no prazo previsto, a Companhia, os</p>	

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
	controladores e administradores / penalizações expost (<i>standards</i>)	<p>acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.</p> <p>Art. 116. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.</p> <p>Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no</p>	<p>de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado”, “a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente”, e “a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado.” A consequência para a caracterização de conflito de interesses e abuso do poder de controle é a anulação do ato e a responsabilidade do controlador</p>	<p>Administradores ou o Acionista Controlador, conforme o caso, ficarão sujeitos ao pagamento de multas, na forma prevista em regulamento específico, podendo ainda ser aplicadas as sanções previstas nos itens 12.4 (sanções não pecuniárias) e 12.5 (cancelamento de autorização para negociar no Novo Mercado), sem prejuízo de outras penalidades cabíveis nos termos da legislação vigente e do pagamento das perdas e danos, que incluirão os lucros cessantes que vierem a ser apurados.</p>	

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
		<p>acervo da companhia, ou da economia nacional; (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;”</p> <p>Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.</p> <p>Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios.</p> <p>Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe o dever de fiscalização do seu impedimento e fazer consignar,</p>	<p>pelos prejuízos causados.</p>		

#	Estratégia Legal	Estratégias legais e de auto-regulação para lidar com RPTs no Brasil			
		Lei S.A.	CVM	Novo Mercado Bovespa	CFC e IBRACON
		<p>em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.</p> <p>Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.</p>			

Tabela 2 – Estratégias legais utilizadas nos EUA, Reino Unido, Alemanha, França e Japão para lidar com as RPTs

A tabela abaixo foi construída a partir do trabalho de Kraakman et al. (2004). No livro, os autores descrevem as principais estratégias legais presentes nos EUA, União Européia (basicamente Reino Unido, Alemanha, França) e Japão para lidar com as operações com partes relacionadas (RPTs). Entretanto, é importante ressaltar a possibilidade da ocorrência de mudanças legislativas entre o período de publicação do livro em questão e o momento atual.

	Estratégia Legal	Estados Unidos
1	<p>Transparência obrigatória de informações relevantes (<i>mandatory disclosure</i>)</p>	<p>Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>SEC Regulation S-K</i>, Item 404 (a): estabelece regras pormenorizadas sobre divulgação de transações entre pessoas relacionadas (<i>transactions with related persons</i>), determinando a obrigação de informar as transações superiores a US\$ 120.000, nas quais a pessoa relacionada tenha “<i>material interest</i>”, direta ou indiretamente. As informações divulgadas devem conter detalhes que interessem aos investidores, tais como, nome das pessoas, valores envolvidos e interesses. – US GAAP. <i>Statement of Financial Accounting Standards - SFAS 570</i>: estabelece detalhadamente os princípios para a divulgação de informações sobre transações entre partes relacionadas, exigindo informação anual das transações entre a companhia e suas partes relacionadas, incluindo administradores. – <i>Security Exchange Act</i> de 1934, Sec 12: Para o registro da negociação, é preciso informar “<i>material contracts</i>” firmados entre os administradores e a companhia emissora, ou por sua controladora ou suas controladas, direta ou indiretamente, ou sob controle comum, bem como contratos de prestação de serviços e de administração. <p>Divulgação de informações sobre remuneração dos administradores</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Security Exchange Act</i> de 1934, Sec 12: Para o registro da negociação, é preciso informar a remuneração dos administradores da companhia emissora – <i>SEC Regulation S-K</i>, item 402. Estabelece pormenorizada regulação sobre as informações sobre a remuneração dos administradores da companhia, abrindo as formas e a natureza desta remuneração. <p>Divulgação de informações sobre negociação dos valores mobiliários</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>SOX</i>, Sec 403 e <i>Security Exchange Act</i> de 1934, Seção 16 (a) trazem a obrigação de informação pelos administradores (<i>directors</i> e <i>officers</i>) e pelo principal acionista quando houver a negociação com os valores mobiliários da companhia.
2	<p>Competência do Conselho de Administração para deliberação</p>	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Model Business Corporation Act 2002</i>, § 8.11. Salvo se o estatuto estipular em contrário, o <i>Board of Directors</i> deve estabelecer a remuneração dos <i>Directors</i>.

Estratégia Legal		Estados Unidos
	sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Model Business Corporation Act</i> 2002, § 8.60, item 3. Menciona a possibilidade do <i>Board</i> manifestar-se sobre transações entre partes relacionadas e determina, no entanto, que a aprovação pelo <i>Board</i> não retira eventual possibilidade da transação ser considerada conflituosa. – <i>Model Business Corporation Act</i> 2002, § 8.61. Não condena <i>a priori</i> as transações entre partes relacionadas que os <i>directors</i> tenham interesse. Tais transações podem ser realizada de forma apropriada nas seguintes situações: (a) tiverem o <i>compliance</i> do <i>Board</i>, (b) tiverem o <i>compliance</i> dos acionistas, e (c) for <i>fair</i> para a companhia.
3	Competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (<i>shareholder approval</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Model Business Corporation Act</i> 2002, § 8.61. Não condena <i>a priori</i> as transações entre partes relacionadas que os <i>directors</i> tenham interesse. Tais transações podem ser realizada de forma apropriada nas seguintes situações: (a) tiverem o <i>compliance</i> do <i>Board</i>, (b) tiverem o <i>compliance</i> dos acionistas, e (c) for <i>fair</i> para a companhia.
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Security Exchange Act</i> de 1934, Sec. 16 (b) proíbe a obtenção de ganho com a negociação de valores mobiliários da companhia pelos administradores e principal acionista, para evitar a utilização das informações privilegiadas que estas pessoas tenham sobre a companhia. – <i>Security Exchange Act</i> de 1934, Sec. 10 (b). Proíbe <i>insider trading</i>. E 16 (b) veda a negociação no curto prazo. – SOX, modificação da Sec. 13 do <i>Security Exchange Act</i> de 1934 (acrescentou a letra K, 1 e 2): Proíbe empréstimos para os administradores, direta ou indiretamente, inclusive por subsidiárias.
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (<i>standards</i>)	Para pautar a conduta dos administradores utilização a noção de “ <i>duty of care</i> ” contraposta à noção de “ <i>business judgment rule</i> ”.

Estratégia Legal		União Européia
1	Transparência obrigatória de informações relevantes (<i>mandatory disclosure</i>)	<p>Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas</p> <p>Diretiva sobre Prospecto (Diretiva 2003/71/EC), exige que o prospecto de emissão contenha sumário e nele estejam descritas as operações entre partes relacionadas, informando a natureza e a dimensão de operações significativas para o emitente. Se as operações não forem realizadas em condições de mercado, é preciso informar as razões disto e o montante ou a percentagem do volume de negócios do emitente com partes relacionadas.</p>

Estratégia Legal	União Européia
	<p>Divulgação de informações sobre a remuneração dos administradores</p> <p>Diretiva sobre prospecto (Diretiva 2003/71/EC) exige que o prospecto de emissão informe quem são os administradores e suas remunerações. Esta informação também deve constar no documento de registro da oferta pública.</p> <p>4ª. Diretiva: Art. 43 (12), necessidade de informação em anexo nas demonstrações financeiras sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização. A informação deve ser global por categoria. Art. 43 (13). Aponta a necessidade de informação em anexo nas demonstrações financeiras sobre montantes e condições de adiantamento ou crédito concedido para os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, bem como quaisquer garantias.</p> <p>7ª. Diretiva. Art. 34 (12). Necessidade de informação nas contas consolidadas sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização da empresa-mãe, pelas suas funções na empresa-mãe e nas filiais. Estas informações devem ser fornecidas globalmente por categoria. Art. 34 (13). Necessidade de informação nas contas consolidadas sobre montante e condições de adiantamento ou crédito concedidos para os membros dos órgãos de administração e de fiscalização da empresa-mãe por esta ou pelas filiais.</p> <p>Divulgação de informação sobre negociação com ações da companhia</p> <p>Diretiva sobre Abuso de Mercado, insider dealing e manipulação de mercado (Diretiva 2003/6/EC).</p> <p>Art. 6 (4). Obrigação do administrador e pessoas a ele relacionadas de informar à autoridade competente qualquer negociação de ações, derivativos ou outros instrumentos financeiros.</p> <p>Diretiva de transparência (Diretiva 109/2004). Art. 9. Determina a comunicação da negociação de participações relevantes por acionista</p>
2	<p>Competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)</p> <p>N.A.</p>
3	<p>Competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos</p> <p>N.A.</p>

Estratégia Legal		União Européia
	negócios (<i>shareholder approval</i>)	
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	Diretiva sobre Abuso de Mercado, insider dealing e manipulação de mercado (Diretiva 2003/6/EC), art. 2, disciplina a proibição do uso de informações privilegiadas (insider information).
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (<i>standards</i>)	N.A.

Estratégia Legal		Inglaterra
1	Transparência obrigatória de informações relevantes (<i>mandatory disclosure</i>)	Divulgação sobre contratos com partes relacionadas UK GAAP, FRS. Estabelece a obrigação de publicação das operações com partes relacionadas, mas traz exceção para algumas transações dentro do mesmo grupo econômico (“ <i>intragroups</i> ”) na elaboração de contas consolidadas (FRS 8.3 (c)), havendo subjetividade no temo “ <i>materiality</i> ”. Companies Act 2006. Chapter 3 (Declaration of interest in existing transaction or arrangement). 182. Quando um diretor tiver interesse, direta ou indiretamente, em uma transação ou acordo firmado com a companhia, deve informar aos demais diretores na própria reunião ou por escrito.
2	Competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)	<i>Companies Act 2006. Chapter 6, 420 e 422. Determina a obrigação de elaboração de relatório sobre a remuneração dos Directors, que deve ser aprovado pelo Board of Directors.</i>
3	Competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (<i>shareholder approval</i>)	Companies Act 2006. Chapter 4 (<i>Transactions with directors requiring approval of members</i>). 188. Os contratos de prestação de serviços de longo prazo com os diretores exigem a aprovação dos sócios; 190. A transação que envolver “ <i>substantial property</i> ” entre a companhia e os diretores deve ser aprovada pelos sócios ou então ficar condicionada a esta aprovação.

Estratégia Legal		Inglaterra
		197. A companhia não pode conceder empréstimo para seus diretores ou para diretor da <i>holding</i> , sem a autorização dos sócios.
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	UK <i>Listing Authority's Model Code</i> : proibição de negociação com os valores mobiliários da companhia no curto prazo.
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (<i>standards</i>)	A noção de <i>fiduciary duties</i> pauta a conduta dos administradores.

Estratégia Legal		Alemanha
1	Transparência obrigatória de informações relevantes (<i>mandatory disclosure</i>)	<p>AktG, 312, 1. Determina que a administração elabore um relatório com os negócios jurídicos entre a companhia e as empresas a ela ligadas, nos três primeiros meses, indicando as vantagens e desvantagens que a companhia terá com tais negócios.</p> <p>Código de Governança Corporativa Alemão:</p> <p>Item 4.2.2 Sobre o sistema de compensação dos membros da diretoria, cabe ao conselho de Administração a sua especificação e revisão e deve ser baseado no desempenho.</p> <p>Item 4.2.4. Deve haver disclosure da remuneração individual dos principais executivos.</p> <p>Item 4.2.5 Deve haver um relatório sobre os critérios de compensação e isto deve ser feito de uma maneira inteligível</p> <p>Item 5.5.3. Os membros do Conselho de Administração devem informar a Assembléia Geral de qualquer conflito entre os seus administradores e os da companhia.</p>

Estratégia Legal		Alemanha
		Item 6.6. A aquisição de ações da companhia por administradores (diretoria ou CA) que ultrapassem 1% das ações de emissão da companhia devem ser objeto de comunicação no Corporate Governance Report.
2	Competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)	<p>AktG. § 114. Os contratos entre a companhia e os membros do Conselho (<i>Aufsichtsrat</i>) dependem de autorização do próprio conselho.</p> <p>AktG. § 89. A concessão de empréstimo para membros da Diretoria (<i>Vorstand</i>) dependem de aprovação do conselho (<i>Aufsichtsrat</i>).</p> <p>AktG. § 115. A concessão de crédito para membros do Conselho depende da aprovação do Conselho, que também deve existir no caso de concessão de crédito para membros do conselho de controlada e controladora.</p> <p>AktG. § 87. O conselho delibera sobre a remuneração dos membros da diretoria (salário, participação nos lucros, custas subsidiadas, seguros, comissões e outras prestações), devendo garantir que a remuneração total seja proporcional ao trabalho.</p> <p>Código de Governança Corporativa Alemão:</p> <p>Item 3.9. Determina que os empréstimos da companhia para membros da Diretoria ou do Conselho de Administração sejam aprovados pelo Conselho.</p> <p>Item 4.3.4. Qualquer transação entre a companhia e os membros da diretoria, pessoas a ele ligadas ou companhia que eles tenham uma associação pessoal devem ter condições normalmente praticadas no respectivo setor. Sugere-se que importantes transações sejam aprovadas pelo Conselho de Administração.</p> <p>Item 5.5.4. Contratos de assessoria, de prestação de serviços, ou de trabalho entre membros do Conselho com a companhia, deve ser objeto de aprovação pelo Conselho.</p>
3	Competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (<i>shareholder approval</i>)	<p>AktG, § 113. Benefícios para os membros do Conselho de Administração devem estar previstos no estatuto ou ser aprovados em assembléia.</p> <p>AktG 318. Os membros da administração e do Conselho não são responsáveis por negócios prejudiciais à companhia, se eles forma aprovados pela Assembléia.</p> <p>Código de Governança Corporativa Alemão:</p> <p>Item 5.4.6. A remuneração dos membros do Conselho de Administração deve ser decidido pela Assembléia Geral ou constar no estatuto. Deve considerar as responsabilidades dos membros e seus objetivos, bem como a situação financeira da empresa e seu desempenho. Também deve ser objeto de relatório (<i>Corporate Governance Report</i>).</p>

Estratégia Legal		Alemanha
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	<i>Wertpapierhandelsgesetz</i> , § 12 (1) proíbe a negociação que utilize informações não publicas
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (<i>standards</i>)	A conduta dos acionistas e dos administradores é pautada pela noção de dever de lealdade (<i>Treuepflicht</i>) e de abuso do poder do controlador.

Estratégia Legal		França
1	Transparência obrigatória de informações relevantes (<i>mandatory disclosure</i>)	<i>Code de Commerce</i> Art. 225-102. Determina informação da remuneração dos administradores em relatório apresentado para a Assembléia Geral, informando os elementos fixos, variáveis e excepcionais Art. 2285-115. Os acionistas podem obter informações sobre a remuneração dos administradores mais bem remunerados.
2	Competência do Conselho de Administração para deliberação sobre as condições dos negócios (<i>board approval</i>)	Art. 225-38. Os contratos com os administradores ou acionistas com mais de 10% das ações com direito de voto da sociedade ou de sociedades controladora, devem ser aprovados pelo Conselho de Administração. Também deve ser aprovado pelo Conselho de Administração, quando o contrato for entre a companhia e outra empresa na qual o administrador tenha interesse. Isto não é aplicável, todavia, ao contratos em “condições normais”, mas de qualquer forma eles devem ser objeto de comunicação ao Presidente do Conselho (art. 225-39)
3	Competência dos acionistas para deliberar sobre as condições dos negócios (<i>shareholder approval</i>)	<i>Code de Commerce</i> Art. 225-40. Nos contratos mencionados no 38, a pessoa interessada não pode tomar parte na votação para a sua aprovação no Conselho. O presidente do Conselho avisa sobre este contrato para os auditores e deve sustentar a sua aprovação na Assembléia Geral. Os auditores devem elaborar um relatório especial sobre este contrato. Se forem acionistas, não contam suas ações para o voto. Art. 225-42. Os contratos firmados sem a autorização do conselho são passíveis de anulação. Mas a assembléia pode suprir, se aprovar o relatório dos auditores que explique porque não houve a aprovação pelo conselho.

Estratégia Legal		França
4	Obrigações específicas para os controladores e administradores / proibição ex-ante (<i>rules / prohibiting conflicted transaction</i>)	Há proibição do uso de informações privilegiadas.
5	Previsão legal de princípios que devem pautar a conduta de controladores e administradores / penalizações ex-post (<i>standards</i>)	A conduta dos administradores e dos controladores é pautada pela regra de abuso no uso dos bens sociais.

Tabela 3 – Variáveis relativas às Operações com Partes Relacionadas (RPTs) utilizadas

#	Legenda	Nome da Variável	Definição Operacional
1	NRPTs	Número de RPTs no período	Corresponde ao número de operações / transações realizadas pela companhia com suas partes relacionadas durante o ano.
2	TIPO1	Tipo de RPTs – classificação 1	Conjunto de três variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as RPTs em um dos seguintes tipos: Financeira (se houve operações financeiras com desembolso de caixa, como empréstimos, compra de debêntures, etc.), Garantias (se houve operações envolvendo aval ou garantia da companhia, sem desembolso de recursos), e Operacional (transações envolvendo a operação da companhia, como fornecimento de insumos, rateio de despesas, patentes, marcas, etc.).
3	TIPO2	Tipo de RPTs – classificação 2	Conjunto de sete variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as RPTs em um dos seguintes tipos: Aval / Garantia, Mútuo / Empréstimos, Debêntures, Prestação de Serviços, Locação de Imóveis, Rateio de Despesas, e Outro (operação que não encaixa nas opções anteriores).
4	VINCULO	Tipo de vínculo da contraparte com a Companhia	Conjunto de quatro variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as contrapartes que realizaram operações com a companhia em um dos seguintes tipos: Controladora (se a contraparte era controladora da Companhia), Controlada (se a contraparte era controlada pela Companhia), Coligada (se a contraparte era coligada da Companhia), e Administrador (se a contraparte era algum administrador da companhia ou empresas ligada a ele).
5	VALOR	Valor das RPTs	Montante envolvido nas RPTs realizadas durante o ano. Além do montante total, foram coletados os valores transacionados com cada contraparte pela empresa no período (montantes das RPTs com controladora, controladas, coligadas e administradores).
6	RPTs / AT	Relevância das RPTs em relação ao ativo total	Montante total das RPTs no período dividido pelo Ativo Total ao final do período.
7	RPTs / MCAP	Relevância das RPTs em relação ao valor de mercado das companhias	Montante total das RPTs no período dividido pela capitalização de mercado ao final do período.
8	RPTs / REC	Relevância das RPTs em relação à receita das companhias	Montante total das RPTs no período dividido pela receita operacional líquida durante o período.

#	Legenda	Nome da Variável	Definição Operacional
1	NRPTs	Número de RPTs no período	Corresponde ao número de operações / transações realizadas pela companhia com suas partes relacionadas durante o ano.
2	TIPO1	Tipo de RPTs – classificação 1	Conjunto de três variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as RPTs em um dos seguintes tipos: Financeira (se houve operações financeiras com desembolso de caixa, como empréstimos, compra de debêntures, etc.), Garantias (se houve operações envolvendo aval ou garantia da companhia, sem desembolso de recursos), e Operacional (transações envolvendo a operação da companhia, como fornecimento de insumos, rateio de despesas, patentes, marcas, etc.).
3	TIPO2	Tipo de RPTs – classificação 2	Conjunto de sete variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as RPTs em um dos seguintes tipos: Aval / Garantia, Mútuo / Empréstimos, Debêntures, Prestação de Serviços, Locação de Imóveis, Rateio de Despesas, e Outro (operação que não encaixa nas opções anteriores).
4	VINCULO	Tipo de vínculo da contraparte com a Companhia	Conjunto de quatro variáveis binárias (sim = 1, não = 0), classificando as contrapartes que realizaram operações com a companhia em um dos seguintes tipos: Controladora (se a contraparte era controladora da Companhia), Controlada (se a contraparte era controlada pela Companhia), Coligada (se a contraparte era coligada da Companhia), e Administrador (se a contraparte era algum administrador da companhia ou empresas ligada a ele).
5	VALOR	Valor das RPTs	Montante envolvido nas RPTs realizadas durante o ano. Além do montante total, foram coletados os valores transacionados com cada contraparte pela empresa no período (montantes das RPTs com controladora, controladas, coligadas e administradores).
6	RPTs / AT	Relevância das RPTs em relação ao ativo total	Montante total das RPTs no período dividido pelo Ativo Total ao final do período.
7	RPTs / MCAP	Relevância das RPTs em relação ao valor de mercado das companhias	Montante total das RPTs no período dividido pela capitalização de mercado ao final do período.
8	RPTs / REC	Relevância das RPTs em relação à receita das companhias	Montante total das RPTs no período dividido pela receita operacional líquida durante o período.

Tabela 4 – Resumo das variáveis de pesquisa e definições operacionais

#	Legenda	Nome da Variável	Definição Operacional
1	CGI	Índice amplo de governança corporativa	Índice de governança corporativa proposto e coletado por Leal and Carvalhal-da-Silva (2007), baseado em 24 questões binárias e objetivas, disposto em uma escala de 0 a 10.
2	NM	Novo Mercado	NM = 1 se empresa pertence ao Novo Mercado da Bovespa; zero do contrário.
3	ADR23	Programa de ADRs Nível 2 ou 3	ADR23 = 1 se empresa pertence aos programas de ADRs nível 2 ou 3; zero do contrário.
4	AGE	Idade da empresa	Idade da empresa = 2007 – Ano de fundação
5	FAM	Controle Familiar	FAM = 1 se possui controle familiar; zero do contrário.
6	SOE	Controle Estatal	SOE = 1 se possui controle estatal; zero do contrário.
7	SBH	Controle Compartilhado	SBH = 1 se possui controle compartilhado (dois ou mais acionistas controladores não pertencentes à mesma família e unidos por meio de um acordo de acionistas); zero do contrário.
8	FOR	Controle Estrangeiro	FOR = 1 se possui controle estrangeiro; zero do contrário.
9	CON_3	Concentração do direito de voto	Soma do percentual de ONs dos 3 (três) maiores acionistas.
10	PROP_3	Concentração do direito ao fluxo de caixa	Soma do percentual do total de ações (ON + PN caso existente) dos 3 (três) maiores acionistas.
11	DIF	Diferença entre direito de voto e direito ao fluxo de caixa	$DIF = CON_3 - PROP_3$
12	BOD_SIZE	Tamanho do Conselho	Número de conselheiros de administração
13	%INDEP	Percentual de conselheiros não eleitos pelo controlador	Número de conselheiros eleitos pelos minoritários / número total de conselheiros

14	CHCEO	Separação de cargos entre Diretor Presidente e Presidente do Conselho	CHCEO = 1 se a mesma pessoa ocupar os cargos de Diretor Presidente (CEO) e Presidente do Conselho de Administração; zero do contrário
15	Q	Q de Tobin	Medida de valor relativo da companhia: Valor de mercado dos ativos / Valor contábil dos ativos
16	PBV	Múltiplo Valor de Mercado / Valor Patrimonial	Medida de valor relativo da companhia: Preço das ações / Valor patrimonial das ações – Fonte Economatica ®
17	EVEBITDA	Múltiplo Capitalização de Mercado / Ebitda	Medida de valor relativo da companhia: Capitalização de Mercado / Lucro Antes dos Juros, Impostos e Depreciação – Fonte Economatica ®
18	ROE	Retorno sobre patrimônio líquido	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
19	GROWTH	Taxa de crescimento da empresa	Taxa de crescimento da receita operacional líquida dos últimos três anos
20	REV	Receita Operacional Líquida	Receita Operacional Líquida da companhia no ano
21	lnAT	Logaritmo natural do Ativo Total	Logaritmo natural do Ativo Total da companhia
22	MKTCAP	Capitalização de Mercado	Capitalização de Mercado = Número total de ações emitidas * preço das ações no mercado
23	TANG	Tangibilidade dos ativos	Ativo Imobilizado Bruto / Ativo Total

Tabela 5 – Número de Operações com Partes Relacionadas (RPTs)

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas ao número de operações com partes relacionadas (RPTs) realizadas no ano de 2006 pela amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa. Tais companhias foram selecionadas em virtude de serem as únicas obrigadas a apresentar um resumo de suas RPTs substanciais no período em um documento público intitulado “Contatos com Partes Relacionadas”. Maiores detalhes do processo de seleção amostral são apresentados na seção 5.1. O número de operações corresponde à quantidade de diferentes transações entre a companhias e contrapartes relacionadas (entidade controladora, controladas, coligadas ou administradores).

Amostra (n = 49)					
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Número de RPTs por ano	6,4	5,0	5,2	0	22

Tabela 6 – Principais tipos de RPTs – Classificação tipo 1

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas ao tipo das operações com partes relacionadas (RPTs) realizadas no ano de 2006 pela amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa. Tais companhias foram selecionadas em virtude de serem as únicas obrigadas a apresentar um resumo de suas RPTs substanciais no período em um documento público intitulado “Contatos com Partes Relacionadas”. Maiores detalhes do processo de seleção amostral são apresentados na seção 5.1. Os tipos de RPTs foram divididos em duas classificações: sintética (tipo 1) e detalhada (tipo 2). A tabela abaixo classifica as operações de acordo com a classificação sintética, em três categorias: Financeira (se houve operações financeiras com desembolso de caixa, como empréstimos, compra de debêntures, etc.), Garantias (se houve operações envolvendo aval ou garantia da companhia, sem desembolso de recursos), e Operacional (transações envolvendo a operação da companhia, como fornecimento de insumos, rateio de despesas, patentes, marcas, etc.). O percentual representa a frequência de ocorrência dessas operações na amostra do estudo. Como muitas vezes as empresas apresentavam mais de um tipo de OPR no período, a soma dos percentuais difere de 100%.

Amostra (n = 49)			
	Financeira	Garantia	Operacional
Frequência de ocorrência em função do tipo de operação (classificação tipo 1)	47,9%	35,4%	60,4%

Tabela 7 – Principais tipos de RPTs – Classificação tipo 2

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas ao tipo das operações com partes relacionadas (RPTs) realizadas no ano de 2006 pela amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa. Tais companhias foram selecionadas em virtude de serem as únicas obrigadas a apresentar um resumo de suas RPTs substanciais no período em um documento público intitulado “Contatos com Partes Relacionadas”. Maiores detalhes do processo de seleção amostral são apresentados na seção 5.1. Os tipos de RPTs foram divididos em duas classificações: sintética (tipo 1) e detalhada (tipo 2). A tabela abaixo classifica as operações de acordo com a classificação detalhada, em sete categorias: Aval / Garantia, Mútuo / Empréstimos, Debêntures, Prestação de Serviços, Locação de Imóveis, Rateio de Despesas, e Outro (operação que não encaixa nas opções anteriores). O percentual representa a frequência de ocorrência dessas operações na amostra do estudo. Como muitas vezes as empresas apresentavam mais de um tipo de OPR no período, a soma dos percentuais difere de 100%.

	Amostra (n = 49)						
	Aval / Garantia	Emprésti- mo	Debênture	Prestação Serviços	Locação de imóveis	Rateio de despesas	Outras
Frequência de ocorrência em função do tipo de operação (classificação tipo 2)	32,7%	42,9%	6,1%	49,0%	24,5%	6,1%	38,8%

Tabela 8 – Montantes absolutos e relativos envolvidos nas RPTs

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas aos montantes absolutos e relativos das operações com partes relacionadas (RPTs) realizadas no ano de 2006 pela amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa. Tais companhias foram selecionadas em virtude de serem as únicas obrigadas a apresentar um resumo de suas RPTs substanciais no período em um documento público intitulado “Contatos com Partes Relacionadas”. Maiores detalhes do processo de seleção amostral são apresentados na seção 5.1. A variável “RPTs / Receita Operacional” representa o montante total das RPTs no período dividido pela receita operacional líquida durante o período. A variável “RPTs / Ativo Total” representa o montante total das RPTs no período dividido pelo ativo total ao final do período. A variável “RPTs / Capitalização de Mercado” representa o montante total das RPTs no período dividido pela capitalização de mercado (Número total de ações emitidas * preço das ações no mercado) ao final do período.

Montantes envolvidos nas RPTs (em R\$ MM)					
	Média	Mediana	Desvio Padrão	P25	P75
Valor absoluto (R\$ milhões)	1.251,8	46,7	4.308,1	8,2	285,3
RPTs / Receita Operacional (%)	32,8%	4,5%	85,2%	2,3%	17,7%
RPTs / Ativo Total (%)	11,8%	3,0%	31,5%	1,3%	10,7%
RPTs / Capitalização de Mercado (%)	21,0%	1,8%	81,0%	0,4%	11,3%

Tabela 9 – Contrapartes envolvidas nas RPTs

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas às contrapartes envolvidas nas operações com partes relacionadas (RPTs) realizadas no ano de 2006 pela amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa. Tais companhias foram selecionadas em virtude de serem as únicas obrigadas a apresentar um resumo de suas RPTs substanciais no período em um documento público intitulado “Contatos com Partes Relacionadas”. Maiores detalhes do processo de seleção amostral são apresentados na seção 5.1. O percentual representa a frequência de ocorrência dessas operações com as contrapartes em questão na amostra do estudo. Como muitas vezes as empresas apresentavam mais de uma OPR no período, com diferentes contrapartes, a soma dos percentuais difere de 100%. A linha 1 descreve a frequência de ocorrência das contrapartes em todas as RPTs levantadas. A linha 2 descreve a frequência de ocorrência das contrapartes apenas nas RPTs de longo prazo (definido como operações com prazo de vencimento superior a dois anos). A linha 3 descreve o peso total de cada contraparte em relação ao montante total envolvido nas RPTs no período, totalizando necessariamente 100%.

Amostra (n = 49)					
#		Controladora	Controlada	Coligada	Administrador*
1	Contraparte envolvida (todas as RPTs)	60,0%	55,6%	15,6%	28,9%
2	Contraparte envolvida em operações de longo prazo (apenas RPTs de longo prazo)	38,8%	49,0%	10,2%	18,4%
3	Contraparte envolvida (% do montante total das RPTs)	52,7%	22,9%	1,4%	23,2%

* Administrador ou empresa ligada a ele.

Tabela 10 – Estatísticas descritivas das demais variáveis de interesse do estudo

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas às demais variáveis de interesse da amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa em 2006, conforme detalhado na seção 5.1. A Tabela 4 apresenta a definição operacional de todas as variáveis, detalhando sua forma de construção.

Amostra (n = 49)			
Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão
AGE	38,9	34,0	33,2
BOD_SIZE	7,7	7,0	2,2
INDEP	16,4%	11,1%	20,6%
CEO_CHAIR	30,6%		46,6%
CGI	6,4	6,5	1,1
ON_3	67,7%	68,4%	20,8%
PROP_3	54,7%	52,2%	17,1%
DIF_3	12,9%	0,0%	17,5%
Q	1,49	1,52	0,81
PBV	2,83	2,61	1,45
EVEBITDA	13,89	8,58	13,87
ROE	15,0%	15,6%	13,9%
GROWTH	20,2%	14,3%	24,4%
REV (R\$ MM)	4.151,6	1.247,6	6.245,1
ASSETS (R\$ MM)	18.608,5	1.668,8	55.593,7
MKTCAP (R\$ MM)	7.151,9	3.191,4	10.076,4

Amostra (n = 49)			
PAYOUT	51,6%	36,5%	70,2%
DIVYIELD	1,9%	0,9%	2,3%
ADR23	12,0%		32,8%
NM	44,0%		49,9%
N (sample)	49		

Tabela 11 – Estatísticas descritivas das demais variáveis de interesse do estudo: tipo de controle societário

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas relativas ao tipo de controle societário da amostra do estudo, composta por 49 companhias listadas nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa em 2006, conforme detalhado na seção 5.1. A Tabela 4 apresenta a definição operacional de todas as variáveis, detalhando sua forma de construção. FAM corresponde às empresas de controle familiar, SOE corresponde às empresas de controle estatal, SBH corresponde às empresas com controle compartilhado (companhias com dois ou mais acionistas controladores não pertencentes à mesma família e unidos por meio de um acordo de acionistas), e FOR corresponde às empresas com controle estrangeiro. Não foram constatadas empresas com estrutura de propriedade pulverizada na amostra.

Tipo de controle	Familiar (FAM)	Estatal (SOE)	Compartilhado (SBH)	Estrangeiro (FOR)	N (amostra)
Distribuição do controle societário	44,8%	8,2%	32,7%	14,3%	49

Tabela 12 – Relação entre RPTs e qualidade da governança corporativa: testes de diferença de médias utilizando CGI

A tabela abaixo compara a incidência e a relevâncias das RPTs nas companhias da amostra subdividindo-a em dois grupos: “alta governança corporativa” e “baixa governança corporativa”. Os grupos foram criados com base no índice de governança corporativa (CGI) de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), detalhado na seção 5.2 e na Tabela 4. A divisão foi feita em função dos percentis P33 e P67 da pontuação de governança das empresas da amostra. Como resultado, cada grupo abaixo contém 16 empresas. A Tabela 3 descreve a definição operacional das variáveis relativas à incidência / relevância das RPTs. Foi aplicado o teste-t de diferença de médias entre duas amostras com variâncias diferentes. Para cada teste, observou-se o t-crítico uni-caudal, com base na hipótese de maior incidência / relevância de RPTs para o grupo com baixa governança corporativa. Os sinais ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Grupo	Parâmetros	Número de RPTs	Montante total RPTs (R\$ MM)	RPTs / MCAP	RPTs / AT	RPTs / REC
Alta GC (n=16)	Média (desvio-padrão)	5,2 (5,1)	1.745,6 (6.230,7)	6,8% (12,3%)	5,0% (6,4%)	34,0% (83,1%)
Baixa GC (n=16)	Média (desvio-padrão)	6,9 (4,7)	1.448,5 (4.280,6)	48,8% (139,5%)	23,0% (52,4%)	23,0% (52,4%)

Tabela 13 – Relação entre RPTs e práticas de governança: testes de diferença de médias alternativos ao CGI

A tabela abaixo compara a incidência / relevância das RPTs das companhias da amostra com suas práticas de governança por meio de três análises distintas: A, B e C. Cada análise subdivide a amostra em dois grupos distintos, com base nas práticas de governança corporativa. A análise A subdivide a amostra nos grupos: 1_Companhias com pessoas diferentes ocupando os dois cargos (CEO≠Chairman) e 2_Companhias com cargos de diretor presidente e presidente do conselho ocupados pela mesma pessoa (CEO=Chairman). A análise B subdivide a amostra nos grupos: 1_ alto percentual de conselheiros eleitos pelos minoritários (Alto % Independ., composto pelas empresas com 20% ou mais de conselheiros indicados pelos minoritários) e baixo percentual de conselheiros eleitos pelos minoritários (Baixo % Independ., composto pelas empresas com 0% de conselheiros eleitos pelos minoritários). A Análise C subdivide a amostra nos grupos: 1_Companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa e 2_Companhias listadas no Nível 1 ou 2 de governança. A Tabela 3 descreve a definição operacional das variáveis relativas à incidência / relevância das RPTs. Foi aplicado o teste-t de diferença de médias entre duas amostras com variâncias diferentes. Para cada teste, observou-se o t-crítico uni-caudal, com base na hipótese de maior incidência / relevância de RPTs para o grupo 2, de empresas com piores práticas de governança (CEO=Chairman, Baixo % Independ., e N1N2, respectivamente). Os sinais ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Análise	Grupo	Divisão	Parâmetros	Número de RPTs	RPTs / MCAP	RPTs / AT	RPTs / REC
A	1	CEO ≠ Chairman (n=34)	Média (desvio-padrão)	6,6 (5,8)	25,7% (95,5%)	15,5% (37,6%)	30,6% (65,6%)
	2	CEO = Chairman (n=15)	Média (desvio-padrão)	5,8 (3,6)	10,4% (28,0%)	4,0% (5,6%)	37,1% (118,0%)
B	1	Alto % Independ. (n=17)	Média (desvio-padrão)	5,6 (3,3)	17,2% (28,5%)	10,6% (16,7%)	18,8% (36,4%)
	2	Baixo % Independ. (n=22)	Média (desvio-padrão)	6,5 (5,2)	29,3% (119,0%)	15,3% (43,6%)	51,5% (115,3%)
C	1	NM (n=28)	Média (desvio-padrão)	6,6 (4,8)	25,9% (105,5%)	15,3% (42,1%)	54,3%** (114,2%)
	2	N1N2 (n=21)	Média (desvio-padrão)	6,0 (5,8)	14,4% (24,8%)	7,6% (8,6%)	9,2% (11,4%)

Tabela 14 – Relação entre RPTs e qualidade da governança corporativa: regressões por mínimos quadrados ordinário (MQO)

A tabela abaixo investiga a potencial influência da qualidade da governança corporativa sobre a relevância das operações com partes relacionadas realizadas pelas empresas da amostra por meio de regressões lineares múltiplas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) com erros-padrão robustos a heterocedasticidade. A variável dependente é a relevância das operações com partes relacionadas em relação ao valor de mercado das companhias. A definição operacional da variável dependente é apresentada na tabela 3. São utilizadas alternativamente duas variáveis independentes principais: índice amplo de governança corporativa (CGI) e variáveis binárias relativas aos percentis P33 e P67 da pontuação de governança das empresas da amostra (grupos “baixa GC” e “alta GC”, respectivamente). Além das variáveis explanatórias de interesse, são utilizadas variáveis de controle relativas ao porte das companhias e ao tipo de acionista controlador. A Tabela 4 apresenta as definições operacionais das variáveis de controle. Os números entre parênteses indicam a estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis independentes	RPTs / MCAP			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CGI	-0,117 (-1,49)	-	-0,198 (-1,44)	-
Alta GC	-	-0,024 (-0,47)	-	-0,297 (-1,21)
Baixa GC	-	0,485 (1,21)	-	0,408 (1,34)
lnAT	0,174 (1,25)	0,181 (1,29)	0,039 (0,42)	0,047 (0,53)
FAM	-	-	-0,941 (-1,17)	-0,919 (-1,19)
SOE	-	-	-0,306 (-0,43)	-0,308 (-0,47)
SBH	-	-	-1,007 (-1,28)	-1,022 (-1,32)
Intercepto	-0,663 (-0,74)	-1,623 (-1,23)	1,916 (1,28)	0,545 (0,65)
R²	4,5%	9,7%	20,4%	24,8%
Amostra (n)	49	49	49	49

Tabela 15 – Relação entre RPTs e valor das empresas: testes de diferença de médias utilizando número de RPTs no período

A tabela abaixo compara o valor relativo das companhias da amostra com a relevância de suas RPTs por meio de três análises distintas: D, E e F. Cada análise subdivide a amostra em dois grupos distintos, com base na relevância das RPTs para as companhias. A análise A subdivide a amostra nos grupos: 3_Companhias com alta proporção de RPTs em relação à capitalização de mercado e 4_Companhias com baixa proporção de RPTs em relação à capitalização de mercado. A análise B subdivide a amostra nos grupos: 3_Companhias com alta proporção de RPTs em relação ao ativo total e 4_Companhias com baixa proporção de RPTs em relação ao ativo total. A análise C subdivide a amostra nos grupos: 3_Companhias com alta proporção de RPTs em relação à receita operacional líquida e 4_Companhias com baixa proporção de RPTs em relação à receita operacional líquida. A divisão dos grupos nas três análises foi feita em função dos percentis P33 e P67 das empresas da amostra. Como resultado, cada grupo abaixo, correspondente ao respectivo percentil superior ao P67 e inferior ao P33, contém 16 empresas. A Tabela 4 apresenta a definição operacional das variáveis de valor de mercado Q de Tobin, PBV e EVEBITDA. Foi aplicado o teste-t de diferença de médias entre duas amostras com variâncias diferentes. Para cada teste, observou-se o t-crítico unidirecional, com base na hipótese de maiores múltiplos / valor relativo de mercado para os grupos 4, com menor relevância das RPTs no período. Os sinais ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Análise	Grupo	Divisão	Parâmetros	Q de Tobin	PBV	EVEBITDA
D	3	Alta Proporção RPTs / MCAP	Média (desvio-padrão)	1,07 (1,03)	2,19 (1,48)	8,77 (2,96)
	4	Baixa Proporção RPTs / MCAP	Média (desvio-padrão)	1,56** (1,25)	3,43*** (1,85)	22,43*** (4,74)
E	3	Alta Proporção RPTs / AT	Média (desvio-padrão)	1,24 (1,11)	2,37 (1,54)	9,28 (3,05)
	4	Baixa Proporção RPTs / AT	Média (desvio-padrão)	1,50 (1,22)	3,03* (1,74)	20,56** (4,53)
F	3	Alta Proporção RPTs / REC	Média (desvio-padrão)	1,42 (1,19)	2,65 (1,63)	9,07 (3,01)
	4	Baixa Proporção RPTs / REC	Média (desvio-padrão)	1,66 (1,29)	3,25* (1,80)	13,60 (3,69)

Tabela 16 – Relação entre RPTs e valor das empresas: regressões por mínimos quadrados ordinário (MQO)

A tabela abaixo investiga a potencial influência da relevância das operações com partes relacionadas realizadas pelas empresas da amostra sobre seu valor de mercado por meio de regressões lineares múltiplas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) com erros-padrão robustos a heterocedasticidade. São utilizadas alternativamente duas variáveis dependentes: Q de Tobin e PBV (*Price-to-Book-Value*). A Tabela 4 apresenta as definições operacionais das variáveis dependentes. Também são utilizadas alternativamente duas variáveis independentes principais, ambas variáveis binárias relativas aos percentis P33 e P67 da amostra: i) companhias com alta proporção de RPTs em relação à capitalização de mercado e companhias com baixa proporção de RPTs em relação à capitalização de mercado; e ii) companhias com alta proporção de RPTs em relação ao ativo total e companhias com baixa proporção de RPTs em relação ao ativo total. Além das variáveis explanatórias de interesse, são utilizadas variáveis de controle relativas ao porte das companhias (lnAT), mesma pessoa ocupando os cargos de presidente do conselho e diretor presidente (CHCEO), rentabilidade operacional (ROE), e tangibilidade dos ativos (TANG). A Tabela 4 apresenta as definições operacionais das variáveis de controle. Os números entre parênteses indicam a estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis independentes	Q Tobin				PBV			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Alta Proporção RPTs / MCAP	-0,549* (-1,88)	-0,603* (-1,84)	-	-	-0,153** (-2,24)	-1,041** (-2,06)	-	-
Baixa Proporção RPTs / MCAP	-0,199 (-0,91)	-0,251 (-0,85)	-	-	-0,893** (-2,15)	0,804 (-1,58)	-	-
Alta Proporção RPTs / AT	-	-	-0,417 (-1,47)	-0,302* (-0,97)	-	-	-0,640 (-1,30)	-0,231 (-0,46)
Baixa Proporção RPTs / AT	-	-	-0,261 (-0,89)	-0,121 (-0,45)	-	-	-0,009 (-0,02)	0,212 (0,42)
lnAT	-0,271 (-1,09)	-0,418* (-1,70)	-0,356* (-1,73)	-0,513** (-2,25)	0,128 (0,44)	-0,357 (-1,53)	-0,081 (-0,31)	-0,582** (-2,46)
CHCEO	-	-0,335 (-1,34)	-	-0,281 (-1,0)	-	-0,838* (-1,93)	-	-0,779* (-1,67)
ROE	-	1,044 (1,16)	-	1,144 (1,12)	-	4,207*** (2,84)	-	4,349*** (2,69)
TANG	-	-0,265 (-0,35)	-	-0,484 (-0,80)	-	-1,200 (-1,16)	-	-1,812* (-1,99)
Intercepto	4,252* (1,89)	5,729** (2,55)	5,078*** (2,71)	6,578*** (3,16)	2,078 (0,80)	6,663*** (3,03)	3,797 (1,61)	8,514*** (3,81)
R²	21,7%	33,3%	17,7%	26,7%	14,7%	38,5%	5,9%	31,0%
Amostra (n)	43	41	43	41	44	42	44	42

Tabela 17 – Relação das empresas da amostra

Empresas da Amostra	
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	FRAS-LE S.A.
AMERICAN BANKNOTE S.A.	GAFISA S.A.
ARACRUZ CELULOSE S.A.	GERDAU S.A.
ARCELOR BRASIL S.A.	GRENDENE S.A.
BCO BRASIL S.A.	IOCHPE MAXION S.A.
BRADSPAR S.A.	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	KLABIN SEGALL S.A.
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	LIGHT S.A.
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	MEDIAL SAUDE S.A.
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	METALURGICA GERDAU S.A.
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
CIA HERING	POSITIVO INFORMATICA S.A.
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	RENAR MACAS S.A.
COMPANY S.A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR
CPFL ENERGIA S.A.	SAO PAULO ALPARGATAS S.A.
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	SUZANO PETROQUIMICA S.A.
DATASUL S.A.	TAM S.A.
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	TOTVS S.A.
DURATEX S.A.	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	VIVAX S.A.
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	

¹ A expressão transações com partes relacionadas utilizada reflete a nomenclatura internacional *related party transactions* (RPTs) ou *self-dealing transactions* para operações deste tipo. Esta expressão também é utilizada na disciplina contábil brasileira e nos normativos da CVM. A utilização desta expressão não significa o desconhecimento que a tradução literal da língua inglesa não encontra rigor no sentido na linguagem jurídica nacional, já que “transação” tem o sentido próprio na legislação civil para denominar o contrato pelo qual ambas as partes abrem mão de algum direito para compor seus interesses (artigos 840 a 850 do Código Civil). Além disso, vale destacar que “partes relacionadas” não correspondem à denominação da nossa legislação acionária, que utiliza as expressões controlada, controladora e filiada (art... da Lei 6.404/76). A mesma dificuldade se tem com a expressão *self-dealing transactions*, que, na tradução literal, seria transações consigo mesmo. Em Deliberação da CVM (Deliberação CVM n. 26/86), buscou-se especificar o significado de partes relacionadas da seguinte forma: “Partes relacionadas podem ser definidas, de um modo amplo, como aquelas entidades, físicas ou jurídicas, com as quais uma companhia tenha possibilidade de contratar, no sentido lato deste termo, em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência. Em geral, a referida possibilidade de contratar em condições que não são as de comutatividade e independência se dá entre entidades nas quais uma delas, ou seus acionistas controladores, detém participação a lhes assegurar preponderância nas deliberações sociais da outra. Mas o conceito de partes relacionadas deve estender-se, também, ao relacionamento econômico:

- entre empresas que, por via direta ou indireta, respondam ao mesmo controle societário;
- entre empresas com administradores comuns ou que possam influenciar e/ou se beneficiar de determinadas decisões nas referidas empresas, tomadas em conjunto ou individualmente;
- de uma empresa com seus acionistas, cotistas e administradores (quaisquer que sejam as denominações dos cargos), e com membros da família, até o terceiro grau, dos indivíduos antes relacionados;
- de uma empresa com suas controladas direta ou indiretas e coligadas ou, com acionistas, cotistas ou administradores de suas controladas e coligadas e vice-versa; e
- de uma empresa com fornecedores, clientes ou financiadores com os quais mantenham uma relação de dependência econômica e/ou financeira, ou de outra natureza que permita essas transações.”

A Deliberação ainda menciona que tais elementos não são exaustivos.

O problema que se verifica neste tipo de definição é a sua amplitude, de forma que dificulta a sua utilização, por caber uma infinidade de situações.

Para este estudo, no entanto, optou-se por uma consideração de partes relacionadas mais restritiva. Consideram-se os administradores, acionistas controladores, sociedades controladas e sociedades sob controle comum. Pode-se ainda estender para sócios em *joint ventures* e membros da família do controlador e dos administradores.

Em suma, neste estudo, optou-se por utilizar a expressão operações entre partes relacionadas no sentido de relações jurídicas ou econômicas existentes entre a companhia e seu controlador ou grupo de controle, administradores, sociedades controladas ou controla ou pessoas a eles relacionadas.

² Em contraposição à tradicional visão problemática das RPTs, intitulada pelos autores de hipótese de conflitos de interesse.

³ A opção exclusiva pelas empresas listadas em tais segmentos deu-se pelo fato dessas empresas serem obrigadas a reportar suas operações com partes relacionadas de forma mais detalhada, sendo esta uma das exigências de governança corporativa para sua adesão aos segmentos diferenciados de listagem.

⁴ Na ocasião, das 94 empresas, 36 estavam listadas no Nível 1, 14 no Nível 2, e 44 no Novo Mercado.

⁵ Website www.bovespa.com.br, seção “empresas”, sub-área “para investidores”, campo “informações relevantes”.

⁶ Website www.cvm.gov.br, seção “Cias Abertas e Estrangeiras”, sub-área “ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações”.

⁷ Por “substanciais”, entende-se o limite mínimo imposto pelo regulamento dos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa: “A companhia deve informar todos os contratos em vigor com cada parte relacionada, sempre que for atingido, num único contrato ou em contratos sucessivos, com ou sem o mesmo fim, com cada parte

relacionada, em qualquer período de um ano, valor igual ou superior a R\$ 200.000,00 ou valor igual ou superior a 1% do Patrimônio Líquido da Companhia (último divulgado), considerando-se aquele que for o maior.”

⁸ Como exemplo, tem-se o caso da Aracruz em uma de suas operações. De acordo com a empresa “este contrato atende às condições de mercado, que somente não estão sendo informadas em razão de o seu objeto ser estratégico, atestado por parecer de consultorias jurídicas interna, externa e de auditor externo, os quais se encontram à disposição para consulta na BOVESPA”. Como o teor de tal contrato não foi divulgado, tal operação teve que ser descartada para fins de análise.

⁹ www.ibgc.org.br

¹⁰ O índice de governança corporativa aplicado pelo IBGC resulta em uma pontuação de zero a 20 pontos para cada empresa. Neste estudo, o índice foi proporcionalmente ajustado para uma escala de zero a dez.

¹¹ Como exemplo, sem as quatro empresas em questão, a média dos quatro indicadores da amostra reduzir-se-ia respectivamente para: Montante total das RPTs = R\$ 265 milhões; RPTs / Receita Operacional = 9,9%; RPTs / Ativo Total = 5,8%; e RPTs / Capitalização de mercado = 8,3%.

¹² A divisão foi feita de acordo com os percentis P33 e P67, em função da pontuação obtida por cada empresa no índice de governança corporativa (detalhado na seção 5.3).

¹³ Embora tenhamos uma amostra pequena e que deveria apresentar certa homogeneidade de práticas de governança (tendo em vista que todas as companhias já pertencem aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa), a divisão em três grupos de acordos com percentis resultou em diferenças significativas na pontuação de governança corporativa aplicada. Enquanto o grupo superior (chamado de alta governança corporativa) apresentou média de 7,5 e desvio-padrão de 0,4, o grupo inferior (chamado de baixa governança corporativa) apresentou média de 5,1 e desvio-padrão de 0,6, uma diferença de médias estatisticamente significativa ao nível de 1%.