

# COMITÊS ESPECIAIS INDEPENDENTES E PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35: QUAIS AS SUAS CONTRIBUIÇÕES PARA A GOVERNANÇA CORPORATIVA BRASILEIRA?<sup>1</sup>

Ana Carolina Rodrigues\*

**SUMÁRIO:** 1. Introdução. 2. Problema de Pesquisa e Objetivos. 3. Revisão Bibliográfica. 4. Metodologia. 5. Análise de Resultados. 6. Conclusão. Bibliografia

- **Resumo:** O ambiente empresarial brasileiro tem como característica a predominância de companhias com estrutura de capital concentrado. Neste cenário, a proteção de acionistas minoritários é essencial para garantir a sua participação no mercado de valores mobiliários. Esta necessidade de proteção é ainda mais latente no âmbito de operações de incorporação ou incorporação de ações de companhia controlada pela controladora, uma vez que, nestes casos, inexistem duas maiorias acionárias distintas que deliberem autonomamente sobre os termos e condições da operação. Assim, é significativo o risco de que o conteúdo do protocolo da operação de incorporação ou incorporação de ações seja arbitrariamente definido. Desta forma, este trabalho tem por escopo verificar em que medida os comitês especiais independentes, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35, podem contribuir para uma negociação efetiva dos termos e condições da operação.
- **Palavras-chave:** Incorporação de Companhia Controlada. Comitês Especiais Independentes. Acionistas Minoritários.
- **Abstract:** The Brazilian corporate environment has as a characteristic the predominance of a concentrated ownership structure. In this scenario, the protection of minority shareholders is fundamental in order to assure their participation in the securities market. This need of protection is even more urgent in cases of mergers between subsidiaries and their controlling companies, since there are not two different groups of majority shareholders to deliberate, autonomously, about the terms and conditions of such operations. In this sense, there is a significant risk that the content of the protocol will be arbitrarily established. Therefore, this paper aims at verifying in what extent the independent committees, in the terms of Legal Opinion CVM n. 35, contributes to this issue.
- **Key Words:** Merger of Controlled Company. Independent Committees. Minority Shareholders.

## Comitês Especiais Independentes e Parecer de Orientação CVM nº 35: quais as suas contribuições para a governança corporativa brasileira?<sup>3</sup>

### 1. Introdução

Imagine um sistema onde milhares de indivíduos confiam suas economias a pessoas completamente estranhas, em troca de direitos abstratos, cujo valor depende inteiramente das informações providas por estes estranhos, bem como da honestidade destes desconhecidos<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Agradeço às valiosas críticas e sugestões de Viviane Muller Prado e Gustavo Akkerman. Ressalta-se que quaisquer imprecisões ou equívocos são de responsabilidade exclusiva da autora.

\* Mestranda em Direito pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas. Contato: ana.rodrigues@gvmail.br.

<sup>3</sup> Este trabalho contou com as valiosas sugestões de Viviane Muller Prado e Gustavo Akkerman. Ressalta-se que quaisquer imprecisões ou equívocos são de responsabilidade exclusiva da autora.

<sup>4</sup> BLACK, Bernard S. *Legal and Institutional preconditions for strong securities markets*. UCLA Law Review 781, 2001.

Este cenário pareceria surreal se não fosse tão próximo à realidade. De forma simplificada, o ambiente descrito acima reproduz características essenciais do mercado de valores mobiliários.

Não é difícil, a partir desta descrição, imaginar quão frágeis podem ser os mercados de valores mobiliários em países onde inexitem normas capazes de garantir (i) informação de qualidade aos investidores e (ii) uma conduta honesta por parte dos administradores e acionistas controladores.

Esta fragilidade potencial já se materializou diversas vezes ao redor do globo. Até mesmo em países onde o mercado de valores mobiliários goza de notável prestígio, como é o caso dos Estados Unidos da América, grandes escândalos corporativos foram desencadeados em razão de falhas de informação ou conduta desonesta dos administradores (e.g.: Enron, WorldCom, HealthSouth, Global Crossing e Adelphia<sup>5</sup>).

Da mesma forma, o Brasil também foi palco de diversos escândalos corporativos. Um dos exemplos mais recentes e paradigmáticos foi protagonizado pela Agrenco, em 2008. A companhia foi alvo da operação "Influenza", realizada pela Polícia Federal, que culminou com a prisão de vários de seus executivos, entre eles os acionistas fundadores, sob a acusação de terem forjado balanços financeiros da companhia, a fim de ocultar desvios de recursos em benefício próprio<sup>6</sup>.

Estes desastres corporativos impactam negativamente a reputação do mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, aguçam a resistência de potenciais investidores com perfil de aversão ao risco (*risk averse*)<sup>7</sup>.

No Brasil, a aversão ao risco se verifica, sobretudo, em relação aos pequenos investidores, já que, em regra, são estes os principais prejudicados, diretamente, pela falta de informações de qualidade e honestidade dos administradores<sup>8</sup>. Como

---

<sup>5</sup> Estas companhias faliram entre o final dos anos 90 e início dos anos 2000, após a descoberta de que haviam divulgado falsas informações financeiras que distorceram substancialmente seus valores para os investidores. Vide: CICO GNA, M. P. V. Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais. Disponível em: <www.teses.usp.br>. Acesso em 12 de agosto de 2010.

<sup>6</sup> VALENTI, Graziella e RAGAZZI, Ana Paula. Escândalo da Agrenco testará mercado. Valor Econômico, 23 junho 2008. Disponível em: <http://www.biodieselbr.com/noticias/biodiesel/escandalo-agrenco-mercado-23-06-08.htm>. Acesso em 20 de agosto de 2010.

<sup>7</sup> O conceito de *risk aversion* foi desenvolvido, originalmente, por Milton Friedman e Leonard Savage. De acordo com estes autores, o investidor do tipo *risk averse* é aquele que, podendo escolher entre investimentos comparáveis, escolhe sempre o de menor risco (FRIEDMAN, Milton e SAVAGE, Leonard. *Utility Analysis of Choices Involving Risk*, JPE, 1948). Segundo esta lógica, o investidor de tipo *risk averse* valoriza mais as potenciais perdas do que os potenciais retornos em razão do investimento (PRATT, John W. e ARROW, Kenneth J. *Aspects of the Theory of Risk-Bearing*, 1965).

<sup>8</sup> Um exemplo claro de prejuízo aos acionistas minoritários em razão de falhas de governança corporativa são os benefícios privados que os controladores extraem das companhias brasileiras. De acordo com estudo desenvolvido por Dyck e Zingales, baseados numa amostra de 412 operações de venda de controle realizadas em 39 países no período de 1990 a 2000, no Brasil, os benefícios privados do controle atingem 65% do *equity value*, o valor mais elevado de todos os países da amostra (a média do valor do controle societário da amostra é de aproximadamente 14% do *equity value*). Vide: DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n.8711, 2002. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8711>. Acesso em 23 de agosto de 2010.

consequência, o mercado de valores mobiliários brasileiro conta com uma tímida participação de pequenos investidores, e reúne, de forma preponderante, investidores estrangeiros e institucionais.

De acordo com dados oficiais da BM&FBovespa, em 2009, os investidores estrangeiros representavam 66,67% dos investidores participantes de ofertas públicas<sup>9</sup>. Em anos anteriores, a participação era a seguinte: 65,5% em 2008, 72,3% em 2007, 72,8% em 2006, 61,7% em 2005 e 69,7% em 2004<sup>10</sup>. Em termos de volume de negociação, os investidores estrangeiros representam cerca de 35% do total desde 2005: 34,2% em 2009, 35,3% em 2008, 34,5% em 2007, 35,5% em 2006 e 32,8% em 2005<sup>11</sup>. Os gráficos abaixo ilustram os dados acima<sup>12</sup>:



<sup>9</sup> Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/IframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>>. Acesso em 27 de junho de 2010.

<sup>10</sup> Os dados referentes aos anos de 2008 a 2004 foram extraídos do documento "A guide to the Brazilian economy", elaborado pelo Credit Suisse, em 11 de setembro de 2009.

<sup>11</sup> Cf. Relatório Anual da BM&FBovespa, p. 41. Disponível em: [http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/PT/informações\\_financeiras/relatórios\\_anuais/relatório-anual-2010.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/PT/informações_financeiras/relatórios_anuais/relatório-anual-2010.pdf)>. Acesso em 27 de junho de 2010.

<sup>12</sup> Os gráficos foram elaborados pela autora deste trabalho.

Da mesma forma, o crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro está fortemente atrelado à participação de investidores institucionais nacionais, que representam, desde 2005, mais de 25% do volume negociado: 25,7% em 2009, 27,1% em 2008, 29,8% em 2007, 27,2% em 2006 e, 37,5% em 2005<sup>13</sup>.



A necessidade de expandir a participação no mercado de valores mobiliários para além dos investidores estrangeiros e institucionais nacionais é, portanto, premente. Tal afirmação é corroborada pela própria BM&FBovespa em seu relatório anual de 2009:

*Embora a BM&FBovespa tenha avançado de forma relevante na captação de novos investidores locais para aplicações em seus mercados, há ainda uma grande distância entre o percentual de brasileiros que aplicam em renda variável e aquele observado em países desenvolvidos. Em economias mais estáveis, a parcela da população que investe em ações chega a 50%; no Brasil, esse total não passa de 1%.*

Tal disparidade demonstra claramente o potencial de crescimento do mercado local e justifica a ousada meta de captar 5 milhões de novos investidores em cinco anos. Para atingir esse objetivo, a BM&FBovespa investirá continuamente em educação, na popularização de seus mercados e no relacionamento com as empresas – decisões estratégicas que já estão consolidadas e em pleno processo de implantação, mas que merecem aperfeiçoamento constante.

Ora, em um mercado de valores mobiliários onde a presença do pequeno investidor é ainda incipiente, como o brasileiro, a criação de elementos que estimulem tais atores ao investimento no mercado é fundamental<sup>14</sup>. É neste contexto que as práticas de governança corporativa ganham relevo.

<sup>13</sup> Cf. Relatório Anual da BM&FBovespa, p. 41. Disponível em: [http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/PT/informações\\_financeiras/relatórios\\_anuais/relatório-anual-2010.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/PT/informações_financeiras/relatórios_anuais/relatório-anual-2010.pdf). Acesso em 27 de junho de 2010.

<sup>14</sup> De acordo com La Porta et al., a proteção aos acionistas minoritários é fator determinante para o desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics*, v.58, n.1-2, 2000).

As práticas de governança corporativa serão aqui estudadas como mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Dentre as muitas práticas de governança existentes, este trabalho elegeu os conselhos especiais independentes como foco de atenção. Mais especificamente, este estudo tratará dos comitês especiais independentes no âmbito das operações de incorporação entre companhias controlada e controladora, nos termos do art. 264 da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”), sob a luz do Parecer de Orientação 35 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (“Parecer CVM n° 35”)<sup>15</sup>.

Esta opção tem como pano de fundo o estudo da natureza da disciplina jurídica do mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial, da importância de mecanismos de regulação (ou autorregulação) para a consolidação das práticas de governança corporativa no mercado de valores mobiliários brasileiro.

O Brasil atualmente se enquadra no conceito de país em desenvolvimento, e como tal, vive momentos de rápidas transições e crescimento econômico. De acordo com Katharina Pistor e Curtis J. Milhaupt, uma das características típicas de países em processo de desenvolvimento, é a falta de capacidade técnica para a produção de um sistema legal capaz de responder aos desafios presentes em sua realidade. Neste contexto, normas de caráter regulatório ou autorregulatório aparecem como uma alternativa à legislação, acessíveis a um menor custo econômico e social<sup>16</sup>.

Desta forma, o papel da legislação brasileira, no âmbito do mercado de valores mobiliários, é essencialmente de coordenação dos movimentos de regulação e autorregulação<sup>17</sup>. Percebe-se, nesta linha, que a legislação atinente ao mercado de valores mobiliários, notadamente a Lei das S.A. e 6.385/76, não sofreram muitas alterações desde sua publicação. A maioria das alterações ou inovações do mercado de valores mobiliários foram implementadas por meio da regulação (de que é exemplo o Parecer CVM n° 35) e da autorregulação.

## 2. Problema de Pesquisa e Objetivos

A incorporação, legalmente definida como operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações<sup>18</sup>, pressupõe a realização de aumento de capital na sociedade incorporadora, que será integralizado mediante a versão do patrimônio líquido da sociedade incorporada. Como decorrência, os acionistas da sociedade incorporada recebem, em substituição às ações de que eram titulares, as ações emitidas em razão do aumento de capital.

<sup>15</sup> Ainda que não seja o foco deste trabalho, para estudar o Parecer de Orientação CVM n° 35 faz-se mister entender a inteligência do art. 264 da Lei 6.404/76. Assim, esta norma também será objeto deste estudo.

<sup>16</sup> PISTOR, Katharina e MILHAUPT, Curtis J. *Law and Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. The University of Chicago Press, 2008, pp. 40-44.

<sup>17</sup> *Idem, ibidem*.

<sup>18</sup> Conforme o artigo 227 da Lei 6.404/76.

<sup>19</sup> Este trabalho tem por objeto o estudo das operações de incorporação de companhias e incorporação

Normalmente, a relação de substituição das ações da sociedade incorporada pela sociedade incorporadora é negociada entre a administração de cada companhia. Assim, num cenário de negociação comutativa e em condições de mercado, de um lado, os administradores da incorporada tentariam obter o maior número de ações da incorporadora em troca das ações da incorporada, enquanto que, os administradores da incorporadora negociariam com vistas a atribuir aos acionistas da incorporada o menor número possível de ações da incorporadora.

Não obstante, nas operações de incorporação de companhia controlada pela controladora<sup>19</sup> esta bilateralidade inexistente. Isto porque, tanto os administradores da controlada quanto os administradores da controladora são indicados, direta (no caso dos conselheiros de administração) ou indiretamente (nos casos dos diretores), por seus acionistas controladores finais, que são os mesmos em uma companhia e outra. São estes administradores que devem negociar o Protocolo, e zelar para que a relação de troca entre as ações da companhia controlada e controladora seja equitativa.

Ora, uma vez que inexistem duas vontades distintas na operação, os termos e condições destas operações podem ser mais facilmente manipulados pelos acionistas controladores, restando aos demais acionistas apenas duas opções: aceitar a operação, ainda que discordem da relação de substituição de ações das companhias, ou que sejam diluídos injustificadamente, ou optar pelo exercício de seu direito de retirada, ainda que discordem do valor de reembolso.

Vale notar que, em regra, o reembolso será devido a qualquer acionista dissidente da companhia incorporada, desde não seja ele titular de ações de espécie ou classe de ação que tenha liquidez<sup>20</sup> e dispersão<sup>21</sup> no mercado, nos termos do art. 45 da Lei das S.A. Não obstante, para fins das operações de incorporação entre companhia controlada e controladora, o reembolso só será devido quando as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, propostas pelos administradores das companhias, forem menos vantajosas do que as relações de substituição baseadas na avaliação do patrimônio líquido das duas sociedades, a preços de mercado ou com base em outro critério aceito pela CVM, conforme previsto no caput do art. 264 da Lei das S.A.

A possibilidade de imposição da vontade dos acionistas controladores em relação aos demais acionistas decorre da própria sistemática prevista na Lei das S.A., para as incorporações em geral, conforme estruturado abaixo<sup>22</sup>:

---

de ações de companhia controlada ou controladora.

<sup>20</sup> De acordo com o art. 137, II, "a" da Lei das S.A., há liquidez quando "a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários".

<sup>21</sup> De acordo com o art. 137, II, "b" da Lei das S.A., há dispersão quando "o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação".

- Os acionistas da companhia elegem, por maioria simples, exceto se de outra forma previsto no estatuto social das companhias, a maioria dos membros do conselho de administração (art. 122, II e, art. 140, ressalvadas as exceções previstas no art. 141);
- Os membros do conselho de administração elegem, também por maioria simples, exceto se de outra forma previsto no estatuto social das companhias, os membros da diretoria (art. 142, II e, art. 143);
- Os administradores, conselheiros de administração e diretores, negociam os termos e condições do Protocolo (art. 224, caput); e
- Os acionistas deliberam, mediante quorum qualificado<sup>23</sup>, em assembleia geral extraordinária, a aprovação ou não do Protocolo (arts. 225, 227 e 252).

Ora, conforme se depreende da sistemática exposta acima, o processo decisório relativo à aprovação de uma operação de incorporação é iniciado pelos administradores, eleitos em sede de assembleia geral, que negociam o Protocolo, o qual, uma vez concluído, é submetido à aprovação ou rejeição pelos acionistas também em assembleia geral. Salienta-se, destarte, que, a assembleia geral tem papel fundamental na condução do processo decisório para a aprovação de uma incorporação.

Nota-se que, como as decisões no âmbito da assembleia geral são tomadas, em regra, pela concordância de metade, no mínimo, de todos os acionistas detentores de ações com direito a voto, os acionistas controladores<sup>24</sup> podem, em última análise, aprovar sozinhos tanto a designação dos membros do conselho de administração quanto à operação de incorporação.

O mais grave, entretanto, é o fato de que, não raras vezes, o conselheiro de administração, em manifesto descumprimento ao disposto no art. 154, § 1º da Lei das

---

<sup>22</sup> Esta sistemática é própria das companhias abertas e de capital autorizado, que estão legalmente obrigadas a ter um conselho de administração (art. 138, § 2º da Lei das S.A.). Para as companhias fechadas, no entanto, a existência de conselho de administração é facultativa, de modo que, a administração da companhia, *strictu sensu*, pode competir exclusivamente à diretoria. Caso a companhia fechada opte por concentrar a administração apenas na diretoria, a sistemática desenhada acima sofrerá alterações: (i) os acionistas da companhia elegerão os membros da diretoria (art. 122, II e art. 143, caput, da Lei das S.A.), (ii) os diretores, únicos administradores da companhia, negociarão os termos e condições do Protocolo (art. 224, caput), e (iii) os acionistas deliberarão, em assembleia geral extraordinária, a aprovação ou não do protocolo de incorporação ou incorporação de Protocolo (arts. 227 e 252 da Lei das S.A., respectivamente).

<sup>23</sup> De acordo com o artigo 136, IV, é necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre a incorporação da companhia.

<sup>24</sup> De acordo com Champaud, controlar uma sociedade significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de modo que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica (CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey).

S.A.<sup>25</sup>, vota e decide os assuntos da companhia, orientado pelos interesses do acionista, ou grupo de acionistas, que o elegeram em detrimento do interesse da companhia.

Nestas situações, os principais potenciais prejudicados são os acionistas minoritários que, assistem impotentemente ao esvaziamento do valor econômico de suas ações, cujo preço é arbitrado a critério exclusivo dos administradores, em regra eleitos pelos acionistas controladores, e possivelmente orientados pelos interesses destes que os elegeram<sup>26</sup>.

Com vistas a evitar este completo esmagamento dos direitos dos acionistas minoritários, o legislador previu no art. 264 da Lei das S.A., uma sistemática diferenciada para os casos de incorporação de companhia controlada pela controladora.

Em complemento, a CVM editou o Parecer de Orientação 35, justamente com o objetivo de sugerir procedimentos capazes de contribuir para a concretude aos deveres fiduciários dos administradores, de modo a resguardar os interesses sociais e os direitos dos acionistas minoritários face às operações de incorporação de companhia controlada por sua controladora.

Este trabalho tem por objetivo verificar se (i) os comitês especiais independentes e (ii) os mecanismos de aprovação pelos das operações por acionistas não-controladores, sugeridos pelo Parecer CVM nº 35, são capazes ou não de garantir cumprimento aos direitos dos acionistas.

Este tema apresenta especial relevância no cenário brasileiro, onde o controle majoritário é a regra<sup>27</sup> e, a tendência é de que as decisões se centralizem na figura de um acionista, pessoa física ou jurídica, que detém a maioria de ações com direito de voto<sup>28</sup>. Neste contexto, é essencial a existência de mecanismos que garantam a prevalência do interesse social sobre os interesses particulares do acionista controlador, quando estes não coincidirem exatamente.

Para verificar se os mecanismos existentes, especialmente o art. 264 da Lei das S.A.<sup>29</sup> e a mecânica prevista no Parecer CVM nº 35, se aplicada, efetivamente contribuem para resguardar os interesses sociais e os direitos dos acionistas

---

<sup>25</sup> "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. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres".

<sup>26</sup> Na Lei das S.A., art. 116, o poder de controle é caracterizado (i) pela titularidade de direitos de sócio que assegurem, permanentemente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e (ii) pelo uso efetivo deste poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

<sup>27</sup> De acordo com dados constantes no *White Paper on Corporate Governance in Latin America* elaborado pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE em 2003, mais da metade (51%) das 459 sociedades abertas pesquisadas se concentram na figura de um único acionista, sendo que 65% das ações estão detidas pelos três maiores acionistas (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMAO FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2008).

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.



minoritários, foi realizado um exame sobre a jurisprudência da CVM e do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo – TJSP. A análise da jurisprudência teve por objetivo verificar quais os problemas efetivamente observados no âmbito das operações de incorporação de sociedades controlada e controladora.

Em suma, este estudo evidenciou que (i) o art. 264 da Lei das S.A. não oferece um mecanismo propício à garantia efetiva de comutatividade da relação de substituição de ações, mas apenas instrumentos capazes de garantir um valor de reembolso mais próximo da expressão econômica das ações do acionista dissidente ou abstencionista<sup>30</sup>; e (ii) o cumprimento do procedimento sugerido no Parecer CVM nº 35, por sua vez, pode oferecer mecanismos potencialmente capazes de mitigar os riscos do arbitramento de uma relação de troca não equitativa.

### 3. Revisão Bibliográfica

É entendimento pacífico da doutrina que, um dos principais efeitos negativos oriundos da concentração de ações entre grandes acionistas é o chamado entrincheiramento<sup>31</sup>, isto é, a persecução de benefícios privados de controle, por parte dos acionistas controladores, às custas dos demais acionistas.

De acordo com Bebchuk<sup>32</sup>, os benefícios privados de controle provêm da utilização, pelos acionistas controladores, do seu direito de controle para angariar benefícios pessoais, isto é, ganhos além daqueles que seriam justos pela sua parcela da propriedade.

Segundo pesquisa realizada por Zingales e Dyck, o Brasil, dentre uma amostra de 39 países, no período de 1990 a 2000, é aquele que apresenta os maiores níveis de extração de benefícios privados de controle (65% do *equity value* contra uma média de 14%)<sup>33</sup>.

Estes estudos apontam para a necessidade de criação de mecanismos capazes de proteger os acionistas minoritários contra a expropriação do valor de suas ações em razão da captura de benefícios privados de controle.

---

<sup>29</sup> O art. 264 da Lei das S.A. apenas garante, por força de seu §3º, que o direito de recesso possa ser exercido mediante o pagamento de um valor de reembolso distinto do previsto no art. 45 da Lei das S.A. A principal preocupação do referido artigo, portanto, é no sentido de assegurar um valor de reembolso justo. Assim, o que o art. 264 da Lei das S.A. fez foi criar uma solução *ex post* para o problema. Isto é, se a relação de troca estabelecida fosse, em última análise, prejudicial aos acionistas minoritários da companhia controlada, a eles seria permitido se retirar da sociedade por um valor de reembolso superior ao valor de troca estabelecido no Protocolo.

<sup>30</sup> De acordo com o art. 137, §2º, "o direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do caput deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia".

<sup>31</sup> STULTZ, R. M. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market of Corporate Control*. Journal of Financial Economics. v. 20, p. 25-54, 1998.

<sup>32</sup> BEBCHUK, Lucian. *A rent protection theory of corporate ownership and control*. NBER Working Paper nº W7203, Harvard Law School, Cambridge, MA, July, 1999.

<sup>33</sup> Vide nota de rodapé nº 5.

A natureza das operações de incorporação entre companhias controladas e controladoras, conforme exposto acima, conjugada com a estrutura de propriedade predominante no Brasil, gera um ambiente ainda mais propício ao abuso do poder de controle.

Nestas operações, como já mencionado, não há dois polos autônomos negociando as condições do Protocolo. Isto porque, os administradores, tanto da companhia controlada, quanto da companhia controladora, são eleitos, em sua grande maioria, por um mesmo controlador. Assim, ainda que os administradores representem, ao menos teoricamente, os interesses da companhia, e não dos acionistas controladores, não há como negar que, a independência destes administradores torna-se mais vulnerável em casos de incorporação de sociedade controlada.

Este cenário torna-se ainda mais preocupante, ao observarmos a tendência à proximidade entre acionistas controladores e conselheiros de administração. De acordo com Black, De Carvalho e Gorga<sup>34</sup>, as companhias abertas brasileiras apresentam um nível muito baixo de independência entre seus administradores. Mais de um terço das companhias analisadas (35%) no estudo realizado pelos autores citados não possuem conselheiros independentes. Cerca de 18% apresentam apenas um conselheiro independente, e apenas 10% têm seus conselhos de administração compostos por uma maioria independente.

#### **4. Metodologia**

Para averiguar as contribuições, efetivas ou potenciais, do Parecer CVM nº 35, foi realizada uma pesquisa empírica, cujo objetivo é demonstrar quais os principais problemas verificados no âmbito das operações de incorporação de companhias controlada e controladora.

##### *Pesquisa Qualitativa*

Este estudo jurisprudencial é de caráter qualitativo, isto é examina o mérito das decisões coletadas e, compreende, no âmbito administrativo, a análise da totalidade dos precedentes da CVM, incluindo-se aqui tanto as decisões do colegiado quanto os processos administrativos sancionadores. No âmbito judicial, por sua vez, foi analisada a totalidade dos precedentes do Tribunal de Justiça de São Paulo ("TJSP").

##### *Data- base*

Os precedentes aqui estudados representam a totalidade dos casos julgados pela CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) e TJSP ([www.tjsp.gov.br](http://www.tjsp.gov.br)) desde 1 de janeiro de 2000 até

---

<sup>34</sup> BLACK, Bernard S., DE CARVALHO, Antonio Gledson and GORGA, Erica. *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms* (December 1<sup>st</sup>, 2009). U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; as published in *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 7, 2009; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em 20 de agosto de 2010.

6 de setembro de 2009<sup>35</sup>, data-base da pesquisa.

#### *Palavras-chave*

As palavras-chaves utilizadas na pesquisa sobre os precedentes administrativos foram “264”, em referência ao artigo da Lei das S.A. que é objeto do presente estudo, e, “controlada”, “incorporação de companhia controlada” e “incorporação”, principais termos relacionados à operação de incorporação de sociedade controlada pela controladora. Para a pesquisa acerca dos precedentes judiciais, as palavras-chaves adotadas foram “incorporação”, “controlada” e “direito de retirada” e “264”<sup>36</sup>.

As palavras-chave escolhidas para a pesquisa no âmbito administrativo e judicial não foram as mesmas em razão das peculiaridades próprias de cada entidade. A CVM, por um lado, (i) possui uma base de dados mais simplificada (com precedentes disponibilizados a partir do ano 2000) se comparada com a do TJSP, além do que, (ii) a linguagem utilizada pela CVM é mais técnica. Estas características permitem que a gama de resultados decorrentes de uma pesquisa na base de dados da CVM seja menor e mais filtrada do que no TJSP. Por outro lado, no TJSP é possível realizar pesquisa jurisprudencial por campos específicos, o que também permite filtrar os resultados.

#### *Amplitude da pesquisa e de seus resultados*

Importante notar que, para este trabalho também foram objeto de pesquisa, segundo a mesma metodologia descrita acima para o TJSP, os precedentes do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, Minas Gerais e do Rio Grande do Sul, sem que qualquer julgado fosse encontrado. Da mesma forma, na esfera administrativa, também foram objeto de pesquisa os termos de compromisso celebrados no âmbito da CVM, contudo, ressalta-se desde já que não existem precedentes aplicáveis neste sentido.

Na esfera administrativa foram obtidos os seguintes resultados: (i) 36 (trinta e seis) decisões do colegiado da CVM<sup>37</sup>, e (ii) 3 (três) processos administrativos sancionadores<sup>38</sup>. Na seara judicial o resultado foi mais modesto: apenas 9 (nove) julgados foram obtidos<sup>39</sup>.

### **5. Análise de Resultados**

#### As operações de incorporação de companhia controlada pela controladora

<sup>35</sup> Esta data-base não inclui o ano de 2010 porque considera apenas anos completos.

<sup>36</sup> As palavras-chaves indicadas foram utilizadas de forma combinada em campos de pesquisa diferentes. Os termos mais específicos “direito de retirada” e “controlada” foram utilizados no campo de pesquisa livre, combinados com “264” e “incorporação”, termos mais genéricos, que foram utilizados no campo específico “ementa”. Por fim, os termos “264” e “incorporação” foram combinados entre si, de modo que cada um deles, alternativamente, foi pesquisado no campo específico “ementa”, e no campo de pesquisa livre.

<sup>37</sup> Ressalta-se que, de acordo com a metodologia descrita no início deste capítulo, foram encontrados 45 (quarenta e cinco) decisões do colegiado julgadas. Não obstante, apenas 36 (trinta e seis) delas eram efetivamente relacionadas ao objeto deste estudo, quais sejam: 2000/6117 (23/1/2001), 2001/

podem apresentar desafios relacionados, fundamentalmente, a três questões: (i) a efetiva negociação do protocolo, (ii) a fixação de uma relação de substituição de ações comutativa, e (iii) o justo valor de reembolso.

De acordo com a jurisprudência examinada, o principal desafio apresentado pelas incorporações de companhia controlada pela controladora é a fixação de uma relação de substituição de ações comutativa<sup>40</sup>.

Conforme visto, o art. 264 da Lei das S.A. não interfere na fixação da relação de substituição, mas apenas amplia as possibilidades de exercício do direito de retirada mediante valor justo. Isto é, o art. 264, § 3º da Lei das S.A. possibilita uma segunda opção para o valor de reembolso: além do valor do art. 45 da Lei das S.A., em regra o valor contábil, pode o acionista dissidente optar pelo valor apurado em conformidade com o caput do art. 264 da Lei das S.A..

Tal artigo, portanto, não atua na origem do problema, isto é, na fixação de uma relação de substituição de ações equitativa, mas apenas trata de questão posterior: o reembolso. Como consequência, o direito de retirada do acionista acaba se tornando a única opção viável: deixa de ser um direito, passa a ser, praticamente, uma imposição.

O Parecer CVM nº 35, neste sentido, trouxe inovações. Diferentemente do art. 264 da Lei das S.A., este diploma tem seu olhar voltado não para o valor de reembolso, mas sim, para a fixação de uma relação de substituição de ações equitativa, assegurada por meio da procedimentalização da negociação do Protocolo.

---

9986 (24/9/2001), 2001/6951 (1/11/2001 e 19/12/2002), 2001/11249 (25/6/2002), 2003/4676 e 2003/6747 (12/8/2003), 2004/2040 (6/4/2004), 2004/2829 (13/5/2004), 2004/2829 (17/5/2004), 2004/5914 (25/10/2004), 2005/2597 (3/5/2005), 2005/3735 (28/6/2005), 2005/7750 (8/11/2005), 2005/7750 (9/11/2005), 2005-8357 (22/11/2005), 2005/7365 (22/11/2005), 2005/8293 (20/12/2005), 2005/7838 (27/12/2005), 2005/9849 (31/1/2006), 2006/0856 (21/2/2006), 2006/3160 (18/5/2006), 2006/3160 (30/5/2006), 2007-2920 (17/4/2007), 2007/3465 (29/5/2007), 2007/4933 (19/6/2007), 2007/10687 (23/10/2007), 2007-13175 (12/11/2007), 2007-15051 (22/1/2008), 2007/15026 (14/2/2008), 2008/1217 (26/2/2008), 2008/3015 (10/04/2008), 2008-4135 (22/07/2008), 2008/7192 (13/8/2008), 2008/2636 (20/08/2008), 2008/8517 (23/9/2008), 2008-10332 (22/10/2008) e 2008/10328 (28/10/2008).

<sup>38</sup> PAS 23/99 (26.10.2000), 24/04 (31.07.2007) e 08/05 (12.12.2007).

<sup>39</sup> Em conformidade com a nota anterior, a pesquisa realizada no âmbito do TJSP, conforme a metodologia descrita, também encontrou número maior de julgados do que aquele efetivamente considerado para este trabalho. Ressalta-se que aqui, a discrepância entre o resultado de pesquisa obtido e o resultado de pesquisa considerado (em virtude do tema deste trabalho) é muito maior do que na seara administrativa, de modo que o número de decisões encontradas não foi precisado. As decisões consideradas foram: Ap. Cível nº 37.198-4/2 (30.06.1998), Ap. Cível nº 109.342-4/0-00 (30.10.2001), Ap. Cível com Revisão nº 037.198-4/2-00 (26.02.2008), AI nº 522.343-4/6-00 (07.11.2007), AI nº 299.101-4/3-00 (17.06.2003), (26.09.2002), Ap. Cível nº 510.984-4/8 (26.06.2008), Ap. Cível nº 219.385-4/2 (26.06.2008) e Ap. Cível nº 516.357-4/0 (26.06.2008).

<sup>40</sup> A relação de troca constante do Protocolo é menos passível de questionamento, haja vista que: (i) os acionistas não podem aprovar separadamente seus termos e condições específicos, mas tão somente aprovar ou rejeitar sua integralidade, e (ii) a priori, a assembleia geral tem liberdade para aprovar as relações de troca do Protocolo, ainda que estas pareçam desfavoráveis a uma ou outra companhia. Já a relação de troca da Justificação, por servir ao direito de informação dos acionistas, é muito mais suscetível a questionamentos e críticas.

Dentre suas medidas mais importantes, por meio do referido parecer, com vistas a descentralizar o poder decisório quanto à incorporação da companhia controlada pela controladora, antes concentrado na figura dos acionistas controladores, a CVM recomenda alternativamente: (i) a constituição de um comitê especial independente para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração; ou(ii) a aprovação da operação pela maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, como condição para a realização da incorporação<sup>41</sup>.

Caso decida-se pela adoção da primeira opção, deve-se observar, para a formação do comitê especial independente<sup>42</sup>, uma das seguintes alternativas de composição: (i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes<sup>43</sup>; (ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei das S.A.; ou (iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Apesar de o referido parecer não prever a interferência da CVM no mérito das

---

<sup>41</sup> Na prática esta alternativa seria pouco crível e, conseqüentemente, teria baixa aplicabilidade. Isto porque condicionar a aprovação de uma operação de incorporação ao crivo dos acionistas minoritários e preferenciais significaria (i) dar a estes acionistas poder de veto contra a operação, e ao mesmo tempo, (ii) um poder de barganha extremamente significativo frente aos acionistas controladores. Com efeito, esta alternativa acabaria transferindo, neste contexto, o poder de controle dos acionistas controladores para os acionistas minoritários. Ressalta-se ainda que, em muitas companhias, o acionista minoritário e o acionista preferencial não possuem o conhecimento técnico necessário para avaliar a conveniência e oportunidade de aprovação de uma operação de incorporação deste nível. Neste sentido, a opção por delegar a aprovação de uma operação de incorporação nos termos do art. 264 da Lei das S.A. a um comitê especial independente parece, a princípio, mais apta a profissionalizar a decisão da companhia.

<sup>42</sup> Desde a edição do Parecer CVM nº 35, no dia 1º de setembro de 2008, até 1º de novembro de 2009, foram constituídos cinco comitês especiais independentes, nos termos do Parecer CVM nº 35. O primeiro deles foi constituído em 6 de abril de 2009, pela Aracruz Celulose S.A. ("Aracruz"), no âmbito da incorporação de ações de emissão da Aracruz pela Votorantim Celulose e Papel S.A. ("VCP"). Pouco depois, em 14 de abril de 2009, a VCP constituiu o seu Comitê Especial Independente. Em ambos os casos, os comitês foram compostos exclusivamente por membros independentes e não-administradores das companhias. Em 9 de junho de 2009, foi a vez da Perdigão S.A. ("Perdigão") formar o seu comitê. Dois dos membros eleitos para o comitê são conselheiros independentes, sendo o terceiro, de acordo com o comunicado ao mercado de 9.06.2009, administrador designado pelo Colegiado. Por fim, no âmbito da incorporação da Bertin S.A. na JBS S.A., foram constituídos comitês para ambas as companhias, compostos por não-administradores, todos independentes.

<sup>43</sup> A CVM presumirá independente a pessoa que: (i) não tiver qualquer vínculo com a companhia, exceto participação de capital; (ii) não seja acionista controlador, tampouco cônjuge ou parente até segundo grau daquele; (iii) não seja ou não tenha sido, nos últimos três anos, vinculada a sociedade ou entidade relacionada ao acionista controlador, exceto em caso de pessoa vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa; (iv) não tenha sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da companhia, do acionista controlador ou de sociedade controlada pela companhia; (v) não seja fornecedor

decisões negociais tomadas pelos administradores, são criados mecanismos com vistas a ampliar a autonomia e independência dos administradores, de modo a imprimir maior concretude a seus deveres fiduciários legais.

Ressalta-se que as sugestões proferidas pelo comitê especial independente, criado no âmbito do Parecer CVM nº 35, com vistas a imprimir maior grau de independência na negociação do Protocolo, não são vinculantes à administração. Não obstante, as sugestões do comitê aos administradores tendem a ser observadas, haja vista que seu descumprimento pode: (i) ser mal visto pelo mercado e, portanto, comprometer a imagem da companhia, e (ii) ampliar as chances de responsabilização do administrador em caso de insucesso da decisão contrária às recomendações.

Apesar de recente, o Parecer CVM nº 35 já vem sendo aplicado no âmbito das incorporações e incorporações de ações, de companhias controladas pelas controladoras. Desde a edição do Parecer CVM nº 35, até 1º de novembro de 2009, foram constituídos cinco comitês especiais independentes, nos termos do Parecer CVM nº 35, conforme já mencionado.

Ainda é cedo para avaliar o grau de efetividade das medidas adotadas pelo Parecer CVM nº 35. A princípio, a constituição de um comitê especial independente parece apta a alavancar um maior grau de independência na negociação do Protocolo, e conseqüentemente, maior comutatividade da relação de substituição de ações.

## **6. Conclusão**

Por meio do Parecer de Orientação nº 35, a CVM, dentre outras orientações, estabeleceu a recomendação de criação de um comitê especial independente para negociação dos termos e condições do Protocolo da operação de reestruturação societária. Trata-se de um importante avanço para o estabelecimento de padrões de conduta e para a concretização dos deveres fiduciários dos administradores no Brasil. Isto porque, a avaliação e negociação, por órgão independente à administração, dos termos e condições sob os quais uma operação de reestruturação societária será implementada, contribuem para que os interesses das companhias envolvidas (e de seus acionistas, sobretudo os não-controladores) na operação sejam devidamente assegurados.

Ainda que a criação do comitê independente possa representar, a princípio, um entrave burocrático e financeiro adicional para a realização das reestruturações societárias entre partes relacionadas, sua contribuição para o estabelecimento de uma relação de troca comutativa é fundamental. Trata-se de uma tentativa de garantir um grau maior de independência, transparência e segurança ao mercado de valores

---

ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da companhia, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não seja funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à companhia; (vii) não seja cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da companhia; (viii) não receba outra remuneração da companhia além da de conselheiro, salvo proventos em dinheiro oriundos de participação no capital.

mobiliários e aos acionistas sobre os termos e condições da operação.

Este parecer, portanto, procura, por meio da procedimentalização da tomada de decisão negocial dos administradores, quando da negociação do Protocolo, evitar a fixação de uma relação de troca arbitrária e não comutativa. Em outras palavras, a lógica sugerida pelo Parecer CVM nº 35 busca trazer ao processo de negociação do Protocolo, duas vontades distintas, de forma que os interesses individuais de cada companhia, bem como os direitos dos acionistas não-controladores, sejam respeitados.

Ademais, vale notar que o referido parecer tem tido boa aceitação pelos atores do mercado de valores mobiliários, de modo que suas recomendações, até o momento, têm sido adotadas em recentes operações de reorganização societária.

Esta medida, portanto, se mostra apta a promover práticas de governança corporativa capazes de reduzir os benefícios privados de controle, bem como a cumprir com um dos objetivos centrais do direito societário, qual seja, reduzir os custos de agência oriundos de dois tipos de conflitos de interesse: entre administradores e acionistas e entre acionistas controladores e acionistas minoritários, conforme a classificação feita por Kraakman et al.<sup>44</sup>.

## **Bibliografia**

“*A guide to the Brazilian economy*”, elaborado pelo Credit Suisse, em 11 de setembro de 2009.

BEBCHUK, Lucian. *A rent protection theory of corporate ownership and control*. NBER Working Paper nº W7203, Harvard Law School, Cambridge, MA, July, 1999.

BLACK, Bernard S. *Legal and Institutional preconditions for strong securities markets*. UCLA Law Review 781, 2001.

BLACK, Bernard S., DE CARVALHO, Antonio Gledson and GORGA, Erica. *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms* (December 1<sup>st</sup>, 2009). U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; as published in Revista Brasileira de Finanças, Vol. 7, 2009; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em 20 de agosto de 2010.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey.

CICOGNA, M. P. V. Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais. Disponível em: <[www.teses.usp.br](http://www.teses.usp.br)>. Acesso em 12 de agosto de 2010.

---

<sup>44</sup>KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004. De acordo com o autor, existe ainda um terceiro tipo de conflito de interesses: entre a empresa e terceiros.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMAO FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n.8711, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org.papers/w8711>>. Acesso em 23 de agosto de 2010.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n.8711, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org.papers/w8711>>. Acesso em 23 de agosto de 2010.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRIEDMAN, Milton e SAVAGE, Leonard. *Utility Analysis of Choices Involving Risk*, JPE, 1948. PRATT, John W. e ARROW, Kenneth J. *Aspects of the Theory of Risk-Bearing*, 1965.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004. De acordo com o autor, existe ainda um terceiro tipo de conflito de interesses: entre a empresa e terceiros.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. *Journal of Financial Economics*, v.58, n.1-2, 2000.

PISTOR, Katharina e MILHAUPT, Curtis J. *Law and Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. The University of Chicago Press, 2008, pp. 40-44.

Relatório Anual da BM&FBovespa, p. 41. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/PT/informações\\_financeiras/relatórios\\_anuais/relatório-anual-2010.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/PT/informações_financeiras/relatórios_anuais/relatório-anual-2010.pdf)>. Acesso em 27 de junho de 2010.

STULTZ, R. M. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market of Corporate Control*. *Journal of Financial Economics*. v. 20, p. 25-54, 1998.

VALENTI, Graziella e RAGAZZI, Ana Paula. Escândalo da Agrenco testará mercado. *Valor Econômico*, 23 junho 2008. Disponível em: <<http://www.biodieselbr.com/noticias/biodiesel/escandalo-agrenco-mercado-23-06-08.htm>>. Acesso em 20 de agosto de 2010.

*White Paper on Corporate Governance in Latin America* elaborado pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE, 2003.