

## GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO DE BOLSAS COM ATUAÇÃO INTERNACIONAL: SIMILARIDADES E DISTINÇÕES<sup>1</sup>

*CORPORATE GOVERNANCE AND BOARDS OF DIRECTORS OF INTERNATIONAL EXCHANGES: SIMILARITIES AND DIFFERENCES*

**Carlos André de Melo Alves**

Doutorando em Administração - Universidade de São Paulo.

Recebido em: 21/10/2009

Aprovado em: 06/03/2010

**Raquel Silvestrin Zanon**

Mestranda em Administração - Universidade de São Paulo - Bolsista CNPQ - Brasil.

**José Roberto Ferreira Savoia**

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade de São Paulo. Doutor em Administração - Universidade de São Paulo.

**Keyler Carvalho Rocha**

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade de São Paulo. Doutor em Administração - Universidade de São Paulo.

**Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho**

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade de São Paulo. Doutor em Administração - Universidade de São Paulo.

### RESUMO

Este artigo busca analisar as características dos conselhos de administração de quatro bolsas com atuação internacional e compará-las, ressaltando suas similaridades e distinções. A pesquisa é descritiva e qualitativa, de natureza bibliográfica e documental. Examinaram-se documentos nos sítios eletrônicos da CME, HKEx, Deutsche Börse AG e BM&FBOvespa. Essas bolsas foram selecionadas por serem as maiores em valor de mercado das suas ações, conforme apurado no sítio eletrônico da Reuters em fevereiro de 2009. O tratamento dos dados contemplou a análise de conteúdo, empregando-se 12 itens para avaliação de cada bolsa, os quais foram baseados no referencial teórico da pesquisa. Os resultados descrevem as bolsas participantes do estudo e apresentam os 48 itens observados que dizem respeito às características dos conselhos de administração dessas entidades, destacando as principais semelhanças e diferenças encontradas e evidenciando na composição dos conselhos a influência do ambiente institucional do país em que a bolsa possui sua sede.

**Palavras-chave:** governança corporativa, conselhos de administração, bolsas.

### ABSTRACT

The purpose of this article is to examine the characteristics of boards of directors of four exchanges and compare them emphasizing similarities and differences. For this, a descriptive and exploratory research, of bibliographic and documentary nature, was made by examining documents that were available at the electronic sites of CME, HKEx, Deutsche Borse AG and BM&FBOVESPA. The criterion to select these entities considered their equity market value, which was determined at Reuters' electronic site in February 2009. Data processing includes content analysis, using twelve items to evaluate each exchange, which were based on the theoretical framework research. The results describe the exchanges that were included in this study and show the 48 observed items that relate to the characteristics of the boards of directors of such entities, also emphasizing similarities and differences found in the results analyses and disclosing the influence of institutional environment in board composition of exchanges.

**Keywords:** corporate governance, board of directors, exchanges.

<sup>1</sup> As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade dos autores e não representam o posicionamento das instituições em que trabalham.

#### Endereços dos autores:

**Carlos André de Melo Alves**  
E-mail: carlosandre@usp.br

**José Roberto Ferreira Savoia**  
E-mail: jrsavoia@usp.br

**Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho**  
E-mail: capfilho@usp.br

**Raquel Silvestrin Zanon**  
E-mail: rasiza@gmail.com

**Keyler Carvalho Rocha**  
E-mail: keyler.rocha@uol.com.br

## 1. INTRODUÇÃO

As bolsas são entidades envolvidas no funcionamento do mercado de capitais, especialmente o mercado secundário. Essas entidades têm a capacidade de organizar mercados e de promover a existência de ambiente controlado para negociação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, tanto no País quanto no exterior.

Embora as bolsas possam apresentar natureza privada e buscar o lucro, elas também executam um serviço que é de interesse público e que inclui o papel de autorregulação dos mercados por elas organizados (Iosco, 2006). Pela natureza dos negócios em que se encontram envolvidas, bolsas são entidades sob o escrutínio de diversas partes interessadas, como empregados, clientes, participantes, credores e o governo. Dada a natureza de diversos interesses envolvidos na atividade dessas entidades, aspectos de governança corporativa fazem parte do estudo de bolsas (Di Noia, 1999).

Um tema de pesquisa que pode ser investigado em governança corporativa refere-se ao papel exercido pelos conselhos de administração de bolsas, considerando-se o cenário de internacionalização no qual se encontram inseridas essas entidades. Os conselhos constituem um dos mecanismos internos de governança corporativa estudados na atualidade, que buscam precipuamente alinhar os interesses dos executores das atividades, os gestores, e os interesses de detentores de direitos residuais, os acionistas (Adams, Hermalin & Weisbach, 2008).

O objetivo deste estudo é analisar as características dos conselhos de administração de quatro bolsas com atuação internacional e compará-las, ressaltando suas similaridades e distinções. A pesquisa é descritiva, com abordagem qualitativa, de natureza bibliográfica e documental. Foram examinados documentos presentes nos sítios eletrônicos da CME<sup>2</sup>, HKEx<sup>3</sup>, Deutsche Börse AG e BM&FBovespa<sup>4</sup>. A seleção dessas entidades considerou as maiores bolsas em valor de mercado das suas ações, apurado no sítio eletrônico da Reuters em fevereiro de 2009 (Reuters, 2009). O tratamento

dos dados contemplou a análise de conteúdo (Bardin, 1977), empregando-se 12 itens para avaliação de cada bolsa, os quais foram definidos a partir do referencial teórico da pesquisa a respeito de bolsas e governança corporativa, com ênfase no conselho de administração.

Este artigo trata um tema atual pouco explorado na literatura, referente ao conselho de administração em bolsas. Uma vez que o estudo contempla entidades sujeitas ao escrutínio público com diversos interessados em seu funcionamento, ele revela oportunidade de pesquisa para melhor entender o papel desses conselhos na busca de minimizar conflitos de interesses presentes na atuação dessas entidades. O estudo também pode ser útil aos reguladores responsáveis pela fiscalização de mercados de valores mobiliários e pela solidez de sistemas de compensação e de liquidação, visto que iniciativas dos conselhos de administração de bolsas podem contribuir para a estabilidade dos mercados por elas organizados. Após essa introdução (item 1), apresentam-se o referencial teórico (item 2), a metodologia (item 3), os resultados (item 4), a conclusão (item 5) e as referências (item 6).

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Esta parte contempla, inicialmente, aspectos de governança corporativa, com destaque para as características dos conselhos de administração, que podem ser usadas para um estudo das bolsas. A seguir, trazem-se conceitos relacionados a essas entidades.

### 2.1. Governança corporativa e conselhos de administração

De acordo com a *Organisation for Economic Co-operation and Development* – OECD, a governança corporativa pode ser assim conceituada:

(...) um conjunto de relações entre os gestores de uma companhia, seu Conselho de Administração, seus acionistas e outros *stakeholders*. A governança corporativa também desenvolve a estrutura através da qual são estabelecidos os objetivos da companhia, os meios de obtê-los e as melhores formas de monitoramento (OECD, 2004).

<sup>2</sup> Chicago Mercantile Exchange.

<sup>3</sup> Hong Kong Exchange Clearing Limited.

<sup>4</sup> Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Duas abordagens ilustradas no Quadro 1 podem ser usadas para estudar o propósito das organizações no contexto da governança corporativa: uma é baseada na visão dos acionistas (*shareholders*) e outra considera a visão dos acionistas e das demais partes interessadas (*stakeholders*). Para os efeitos desta pesquisa, as abordagens descritas nesse quadro podem manifestar-se com maior ou menor intensidade, considerando-se a influência do ambiente institucional<sup>5</sup> de cada país.

**Quadro 1:** Abordagens que podem ser usadas para se estudar o propósito das organizações no contexto da governança corporativa

Abordagem	Foco da abordagem
Visão dos <i>shareholders</i>	Maximizar a riqueza do acionista
Visão dos <i>stakeholders</i>	Equilíbrio de interesse entre as diversas partes interessadas

Fonte: os autores, a partir de Tirole (2006).

A visão dos *shareholders* destaca que a corporação objetiva a maximização da riqueza do acionista. Nessa abordagem, a análise de conflitos de interesse pode empregar a “perspectiva de agência” (JENSEN & MECKLING, 1976; SILVEIRA, 2006), a qual ressalta o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores, ou o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores (ROGERS, RIBEIRO & SOUZA, 2007). Considerando a visão dos *stakeholders*, busca-se o equilíbrio de interesses entre as partes interessadas no resultado da firma. Neste caso, corporações devem ser governadas buscando atender aos interesses não só de acionistas, mas também de outros interessados, como financiadores, empregados, fornecedores e clientes (FREEMAN, 1994).

Na perspectiva de agência, “a chave é criar mecanismos de controle *ex ante* que inibam esses dois tipos de expropriação e minimizem os custos *ex post*” (*idem*, 2007). O Quadro 2 ilustra tais mecanismos, classificados

<sup>5</sup> Na perspectiva da nova economia institucional, as instituições são regras definidas por seres humanos que estruturam a interação em sociedade. O ambiente institucional, por sua vez, é composto por regras formais (ex.: normas infralegais, leis, constituições) e regras informais (ex.: normas de comportamento, convenções, códigos de conduta autoimpostos) e suas características de *enforcement* (NORTH, 1994).

**Quadro 2:** Mecanismos de governança corporativa

Mecanismos internos	Mecanismos externos
Papel dos conselhos	Mercado de capitais(inclui tomada de aquisição hostil)
Políticas de remuneração	Sistema legal e regulatório
Estrutura de propriedade (dispersa x concentrada)	

Fonte: adaptado de Machado Filho (2006) e Becht, Bolton & Röell (2005).

como mecanismos internos e externos de governança corporativa, contemplando, entre os mecanismos internos, o papel dos conselhos de administração.

No contexto internacional, há diversas iniciativas associadas a práticas de governança corporativa. Dentre elas, podem ser citadas o *Cadbury Report* (1992), a Lei Sarbanes-Oxley (USA, 2002), as recomendações da OECD (2004) e as recomendações para instituições financeiras do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia – BCBS<sup>6</sup> (2006).

No contexto brasileiro, tem-se a Lei n. 6.404/76 e alterações posteriores, como a Lei n. 10.303/01 e Lei n. 11.638/07. Podem ser mencionados ainda o Código de Boas Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, cujos pilares são transparência, equidade, prestação de contas, responsabilidade corporativa; os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (lançado em 2001); as resoluções do Conselho Monetário Nacional – CMN aplicáveis a instituições financeiras (como a Resolução CMN n. 3.041/2002); a Resolução do Conselho Geral de Previdência Complementar n. 13/04, aplicável a fundos de pensão; e a Instrução n. 461/2007 da CVM<sup>7</sup>, aplicável a bolsas.

Dentre as iniciativas associadas a práticas de governança corporativa, esse estudo destaca a recomendação da OECD, publicada em sua primeira versão em 1999 e revisada em 2004. Esta recomendação serviu de referência para diversas entidades, como a *International Organization of Securities Commissions* – Iosco que, em 2007, em cooperação com a própria OECD, realizou um levantamento específico a respeito da independência de conselhos de administração de entidades listadas (Iosco, 2007).

<sup>6</sup> Basel Committee on Banking Supervision.

<sup>7</sup> Comissão de Valores Mobiliários.

Os conselhos de administração podem ser constituídos de forma unitária ou dual. A diferença entre os dois tipos reside no fato de que, no conselho dual, existe a separação entre funções de supervisão e de administração, e, no conselho unitário, essa separação não existe (OECD, 2004; Iosco, 2007; BECHT, BOLTON & RÖELL, 2005). Outra característica a ser lembrada é o tamanho do conselho, o qual vem sendo investigado na literatura internacional (Iosco, 2007) e nacional (SILVEIRA, 2006), inclusive quanto a um número ótimo de membros para o Conselho de Administração que não prejudique o andamento do processo decisório (IBGC, 2004).

O exame do número de conselheiros não executivos é um atributo que pode ser estudado em associação à independência de conselhos (OECD, 2004; Iosco, 2007; BECHT, BOLTON & RÖELL, 2005). Conceitualmente, conselheiro independente pode ser entendido como "(...) conselheiros não executivos que não têm ligações com a companhia, à exceção de seu conselho, e que não têm ligações com gestão ou *blockholders*" (BECHT, BOLTON & RÖELL, 2005: 56). Também pode ser considerada a qualificação do conselheiro, refletida na biografia dos ocupantes desse posto (Iosco, 2007).

A respeito do exercício das funções dos conselhos, a literatura realça a separação entre funções de diretor-presidente e presidente do conselho, buscando assegurar a redução de conflitos de interesses no desempenho dessas atividades (CADBURY, 1992; ADAMS, HERMALIN & WEISBACH, 2008). Sob a perspectiva de estatutos elaborados pelas organizações, examinam-se os mandatos (Iosco, 2007) e os critérios para admissão e exoneração dos conselheiros (OECD, 2004; Iosco, 2007).

A dinâmica do funcionamento do conselho pode contemplar o exame das responsabilidades atribuídas aos conselheiros (FAMA & JENSEN, 1983; BECHT, BOLTON & ROELL, 2005) e a periodicidade de encontro de seus integrantes (OECD, 2004). Como órgãos responsáveis pela assessoria, destacam-se os comitês, como o Comitê de Auditoria (OECD, 2004; Iosco, 2007; ADAMS, HERMALIN & WEISBACH, 2008). Um conceito importante de ser lembrado é a participação de conselheiro(s) em outro(s) conselho(s) (GUERRA, FISCHMANN & MACHADO FILHO, 2009). Outro aspecto refere-se à diversidade de gênero, que pode ser

apurada considerando-se o número de conselheiros de cada sexo (VAN DER WALT *et al.*, 2006).

Finalmente, podem ser considerados na análise outros interessados na composição do conselho que não sejam apenas os acionistas, o que pode incluir clientes, participantes ou empregados (DI NOIA, 1999). Também pode ser investigada, por exemplo, a presença de representantes do interesse público que busquem, pelo menos, assegurar a independência que a bolsa está dando ao tratamento de suas responsabilidades regulatórias (Iosco, 2007).

## 2.2. BOLSAS

A literatura aponta certa dificuldade em conceituar o que é uma bolsa, por considerar múltiplas abordagens para o termo (LEE, 1998). Apesar dessa dificuldade, existem evidências que ajudam a delimitar esse conceito, conforme mostra o Quadro 3. Para os propósitos deste trabalho, emprega-se o termo "bolsa" com o sentido descrito no item II do referido quadro, ou seja, como instituição que administra os sistemas de negociação e processa as operações ali realizadas.

Quanto à estrutura de propriedade, as bolsas classificam-se em três grupos: (a) mutualizada; (b) cooperativa; ou (c) desmutualizada. A bolsa mutualizada presta serviços para seus donos ou associados; a bolsa como uma cooperativa presta serviço para seus cooperados; e a bolsa desmutualizada possui finalidade de lucro, prestando serviços para clientes que não necessariamente sejam sócios (acionistas) da bolsa (LEE, 1998). As quatro bolsas analisadas no presente estudo enquadram-se na terceira classificação.

Constata-se que as bolsas podem apresentar a natureza privada, mas executam um serviço que é de interesse público. São responsáveis pela autorregulação dos mercados por elas organizados e administrados. Dessa forma, a bolsa, seja desmutualizada ou não, deve preencher dois papéis:

É uma entidade comercial que conduz o negócio de execução de uma bolsa buscando proteger e promover seus negócios; ela também apoia a integridade e a eficiência dos mercados de capitais estabelecendo e fazendo cumprir normas apropriadas para regular seu mercado (Iosco, 2001: 5-6).

**Quadro 3:** Diferentes abordagens para o conceito “bolsa”

Item	Descrição do item
I	O local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores para apresentar suas ofertas e fechar as operações.
II	A instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas <sup>8</sup> .
III	O mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo
IV	O estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que a bolsa “subiu” ou “caiu”, por exemplo).

Fonte: adaptado de Yazbek (2007: 137-138).

A existência de uma função relacionada à integridade e eficiência do mercado de capitais revela aspectos de interesse público no funcionamento de bolsas, estando essas entidades sujeitas à regulação e à fiscalização. No Brasil, por exemplo, essa regulação é feita pelo Conselho Monetário Nacional, pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil, em suas respectivas esferas de atuação.

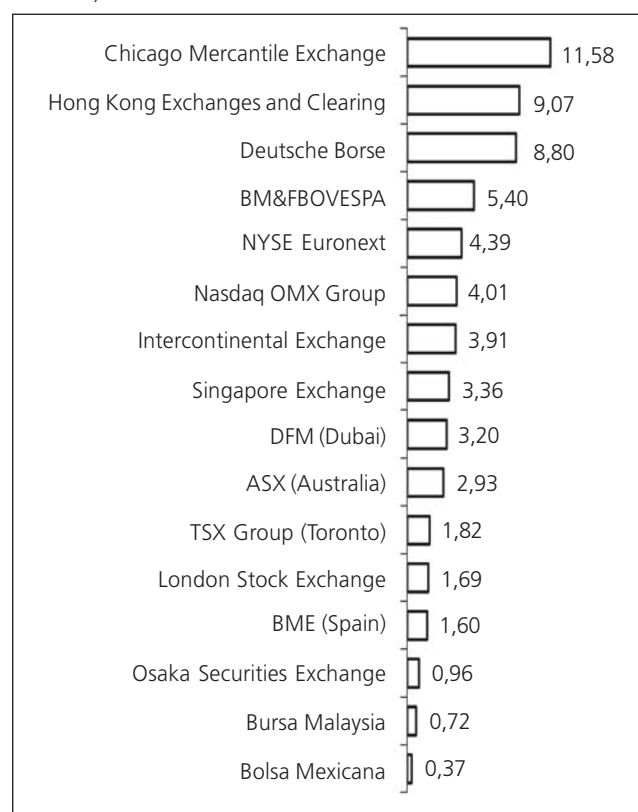
Finalmente, pela natureza dos negócios em que se encontram envolvidas, as bolsas são entidades sujeitas ao escrutínio de diversas partes interessadas, como acionistas, empregados, clientes, credores e o governo. Devido à presença de diversos interessados na atividade dessas entidades, os aspectos de governança corporativa fazem parte da agenda do estudo de bolsas (DI NOIA, 1999).

**3. METODOLOGIA**

Esta pesquisa é descritiva, com abordagem qualitativa, de natureza bibliográfica e documental (GIL, 1999). Para determinar as bolsas participantes do estudo, apuraram-se os maiores valores de mercado dessas entidades, segundo mostra o Gráfico 1. O valor de mercado da Chicago Mercantile Exchange descrito nesse gráfico é US\$ 11,58 bilhões. A Nyse Euronext contempla a Bolsa de Paris e originou-se da fusão entre Nyse Group Inc. e Euronext N.V., em abril de 2007 (NYSE-EURONEXT, 2009).

<sup>8</sup> Neste estudo, devem-se destacar, no escopo desse processamento de operações, a listagem, a negociação, a liquidação e o fornecimento de informações (DI NOIA, 1999: 18).

**Gráfico 1:** Valor de mercado das bolsas (em US\$ bilhões)



Fonte: adaptado de Reuters (2009). Observação: a Nyse Euronext contempla a Bolsa de Paris.

As bolsas que participaram deste estudo foram selecionadas intencionalmente por serem as quatro maiores em valor de mercado em fevereiro de 2009, conforme apurado no Gráfico 1, e estão especificadas no Quadro 4.

Para a coleta dos dados desta pesquisa, consultaram-se livros, artigos de periódicos e documentos

disponibilizados nos sítios eletrônicos das bolsas em junho de 2009, como estatutos, relatórios anuais e informações a respeito da estrutura de governança corporativa das entidades escolhidas. O tratamento dos dados contemplou a análise de conteúdo (BARDIN, 1977) e os elementos para análise das características dos conselhos de administração, relacionados no Quadro 5, foram definidos a partir da fundamentação teórica da pesquisa. Para cada bolsa, o atendimento dos 12 itens considerou as evidências encontradas na pesquisa documental.

## 4. RESULTADOS

Esta parte apresenta os resultados obtidos na pesquisa documental e contempla a caracterização das bolsas selecionadas e o resultado das análises dos itens constantes no Quadro 5, destacando possíveis semelhanças e diferenças.

### 4.1. Descrição das bolsas

Inicialmente, apresenta-se no Quadro 6 uma descrição sucinta das bolsas analisadas. Esse quadro

**Quadro 4:** Descrição das bolsas participantes do estudo

Bolsa	Sigla	País-sede
Chicago Mercantile Exchange (CME Group)	CME	Estados Unidos
Hong Kong Exchanges and Clearing	HKEx	China <sup>9</sup>
Deutsche Börse AG	DBSE	Alemanha
Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	BM&FBovespa	Brasil

Fonte: dados da pesquisa.

**Quadro 5:** Itens para análise das características do conselho de administração

Item para análise	Principal referência
1. Constituição do conselho (unitária/dual)	OECD (2004); losco (2007); Becht, Bolton & Röell (2005).
2. Tamanho do conselho	losco (2007).
3. Número de conselheiros não executivos	OECD (2004); losco (2007); Becht, Bolton & Röell (2005).
4. Separação entre presidente do conselho e diretor-presidente	Cadbury (1992); Adams, Hermalin & Weisbach (2008).
5. Comitês que prestam assessoria ao conselho	OECD (2004); losco (2007); Adams, Hermalin & Weisbach (2008).
6. Menção a responsabilidades do conselho	Fama & Jensen (1983); Becht, Bolton & Röell (2005).
7. Menção à qualificação dos conselheiros	losco (2007).
8. Mandato dos conselheiros	losco (2007).
9. Menção a critérios para admissão/exoneração dos conselheiros	OECD (2004); losco (2007).
10. Periodicidade de reuniões do conselho	OECD (2004).
11. Menção à remuneração dos conselheiros	OECD (2004); losco (2007).
12. Outras informações – exemplos: (1) composição do conselho quanto à diversidade; (2) menção à participação de conselheiro(s) em outro(s) conselho(s); (3) presença no conselho de representantes do interesse público, de participantes, de clientes ou de empregados.	Di Noia (1999); losco (2006); Guerra, Fischmann & Machado Filho (2009); Van der Walt <i>et al.</i> (2006).

Fonte: a partir do referencial teórico e de dados da pesquisa.

<sup>9</sup> Hong Kong é uma região administrativa especial da República Popular da China (HONG KONG, 2009).

mostra que as bolsas analisadas possuem atuação internacional e atendem a diversos mercados, contemplando tanto derivativos quanto valores mobiliários. Verifica-se também que os serviços oferecidos por entidades do grupo controlado por essas bolsas abrangem não somente o ambiente de negociação, como também a compensação, a liquidação e a custódia de operações negociadas.

#### 4.2. Resultado da análise por item

A seguir, descrevem-se as principais considerações a respeito de cada item, sintetizadas no Quadro 7. Para cada bolsa, foram observados os 12 itens anteriormente descritos na metodologia.

Quanto ao item “constituição do conselho”, o referido quadro demonstra que a Deutsche Börse possui um conselho dual, composto por um conselho de supervisão e um conselho executivo que administra a bolsa. Essa configuração é prevista para

conselhos de administração no Código Alemão de Governança Corporativa. Atendendo à Instrução n. 461 da CVM, a bolsa brasileira possui conselho de supervisão, responsável por monitorar a estrutura de autorregulação. A constituição dual para conselhos de administração da Deutsche Börse e a presença do conselho de supervisão na BM&F Bovespa são indícios da influência de regras que compõem o ambiente institucional do país em que essas bolsas possuem suas sedes.

A respeito do “tamanho do conselho” observa-se bastante variedade. Por exemplo, o Comitê Executivo da Deutsche Börse possui cinco conselheiros executivos e 18 de supervisão, ao passo que a CME possui 33 conselheiros. Regras estatutárias podem estabelecer um intervalo mínimo e máximo para esse tamanho. Por exemplo, para a HKEx, atualmente com 13 conselheiros, esse intervalo é entre dois e 15. A BM&FBovespa apresenta 11 membros no conselho de administração. O tama-

**Quadro 6:** Descrição das bolsas

Bolsa	Descrição
CME	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Contempla diversificada bolsa de derivativos, formada a partir da união da CME, CBOT e Nymex. O Grupo CME também possui ações da BM&amp;FBovespa e é a maior bolsa do mundo em valor de mercado.</li><li>➤ Oferece uma gama de produtos de referência disponíveis por meio das principais classes de ativos (incluindo futuros e opções baseadas em taxas de juros, índices de capital, divisas, energia, <i>commodities</i> agrícolas, metais e produtos de investimento alternativo, como meteorológico e imobiliário).</li></ul>
HKEx	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Companhia listada a partir de 27 de junho de 2000, que é <i>holding</i> das seguintes entidades: “The Stock Exchange of Hong Kong Limited”, “Hong Kong Futures Exchange Limited” e “Hong Kong Securities Clearing Company Limited”. Sua missão, definida para o período de 2007 a 2009, foi “ser líder no mercado internacional de valores mobiliários e produtos derivativos focados em Hong Kong, Mainland China e no resto da Ásia”.</li><li>➤ Oferece serviços da cadeia de transação de valores mobiliários e derivativos que contemplam negociação, compensação, liquidação, depósito e provimento de serviços de informação. Por se tratar de uma entidade comercial com obrigações públicas, a HKEx possui também a função de regular mercados por ela organizados, garantindo que sejam ordeiros e justos e que riscos sejam gerenciados.</li></ul>
DBSE	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ O Grupo Deutsche Börse possui funcionários na Europa, América e Ásia, localizados na Alemanha, em Luxemburgo, na Suíça, na Espanha, na República Checa e nos Estados Unidos, bem como escritórios de representação em diversos países.</li><li>➤ As empresas do grupo Deutsche Börse oferecem produtos relacionados a valores mobiliários e derivativos, incluindo negociação, compensação, liquidação, custódia e provimento de informações, bem como o desenvolvimento e operação de sistemas eletrônicos de negociação.</li></ul>
BM&FBovespa	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Com sede em São Paulo, foi criada em 2008 a partir da integração entre a Bolsa de Mercadorias &amp; Futuros (BM&amp;F) e a Bovespa Holding. É uma das maiores bolsas das Américas e é líder no continente latino-americano em valor de mercado.</li><li>➤ Possui portfólio diversificado, composto por ações, derivativos, <i>commodities</i>, renda fixa, balcão e operações estruturadas. Também atua como provedora de informação e apresenta segmentos especiais de listagem para companhias abertas que desejem aderir a níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado e níveis 1 e 2). Seu modelo de negócios contempla ambiente de negociação com vários sistemas eletrônicos, quatro <i>clearings</i> (ações, derivativos, ativos e câmbio) e sistema de custódia.</li></ul>

Fonte: dados da pesquisa.

**Quadro 7: Resultado da análise por item**

Item para análise	CME	HKEx	DBSE	BM&FBovespa
1. Constituição do conselho (unitária/dual)	Unitária.	Unitária.	Dual (Conselho de Supervisão + Conselho Executivo).	Unitária (Conselho de Administração), mas existe conselho de supervisão para a auto-regulação previsto em norma nacional.
2. Tamanho do conselho	33.	13.	18 (Conselho de Supervisão) 5 (Conselho Executivo).	11.
3. Número de conselheiros não executivos	32 (maioria independente).	12 (todos independentes).	18 (todos do conselho de supervisão. Número de independentes não observado).	11 (seis independentes).
4. Separação entre presidente do conselho e diretor-presidente	Sim (diretor-presidente integra conselho).	Sim (diretor-presidente integra conselho).	Sim (separação entre conselhos).	Sim.
5. Comitês que prestam assessoria ao conselho	Nove.	Oito (além de três painéis de especialistas).	Seis (para Conselho de Supervisão. Comitês de trabalho para Conselho Executivo).	Quatro (três obrigatórios segundo estatuto).
6. Menção a responsabilidades do conselho	Sim (artigo 1 dos Princípios de Governança Corporativa).	Sim (relatório anual de governança corporativa).	Sim (itens 4 e 5 do Código de Governança Corporativa Alemão).	Sim (capítulo IV, subseção IV do Estatuto Social).
7. Menção à qualificação dos conselheiros	Sim (experiência no setor financeiro e empresarial, inclusive no grupo CME, e em associações).	Sim (verificada experiência superior a 35 anos e titulação de doutor com formação no país e no exterior).	Sim (verificada experiência de 34 anos no conselho executivo e titulação de doutor. Origem multicultural dos conselheiros executivos).	Sim (verificada existência de PhD, experiência no país e no exterior, atuação no setor governamental e direção de instituições financeiras).
8. Mandato dos conselheiros	Não observado um período definido. CME passa por transição até 2012. A maioria dos conselheiros assumiu em julho de 2007.	Até três anos, sendo reeleição possível.	Conselho de supervisão: três anos. Conselho Executivo: prazo máximo de cinco anos com possibilidade de recondução.	Dois anos, sendo reeleição possível.
9. Menção a critérios para admissão/exoneração dos conselheiros	Sim (artigo II-A-7 dos Princípios de Governança Corporativa).	Sim (artigos 90 a 95 – Memorandum and Articles of Association).	Sim (Código de Governança Corporativa Alemão, itens 5.1.2 e 5.4.1).	Sim (artigo.16 – capítulo III do Estatuto Social).
10. Periodicidade de reuniões do conselho	No mínimo seis por ano (previsão de reuniões trimestrais excluindo gestores e conselheiros que não são independentes).	Regularmente, sendo pelo menos quatro vezes por ano segundo código de governança (13 reuniões em 2008).	Cinco reuniões anuais previstas e quatro extraordinárias em 2008.	Ordinárias a cada bimestre e extraordinárias sempre que necessário (diretor presidente, ou seu substituto, participará das reuniões ausentando-se quando solicitado).
11. Menção à remuneração dos conselheiros	Sim (determinada pelos membros do conselho segundo regras estatutárias. Conselheiro executivo não recebe adicional).	Sim (definição em assembleia geral e conforme artigos 88, 89 e 99 do Memorandum and Articles of Association).	Sim (remuneração com parte fixa e variável, mas com critérios diferentes para cada comitê, conforme relatório de remuneração).	Sim (responsabilidade da assembleia geral, conf. artigos 16 e 17 – capítulo III do Estatuto)
12. Outras informações	Duas conselheiras, participação em outros conselhos, inclusive BM&FBovespa.	Uma conselheira; participação em outros conselhos. Seis conselheiros indicados pelo governo (government appointed directors).	Uma conselheira de supervisão; conselheiros de supervisão participam de outros conselhos; participação de conselheiros executivos em conselho de supervisão de empresas fora do grupo limitada a cinco (Código de Governança Corporativa Alemão). Doze conselheiros indicados por acionistas e seis por empregados.	Todos conselheiros do sexo masculino, idade mínima de 25 anos para participar do conselho; participação de conselheiros no conselho de empresas financeiras e não-financeiras, inclusive CME.

Fonte: dados da pesquisa.



nho do conselho foi destacado no item 2.1 do referencial teórico.

No item “número de conselheiros não executivos”, constata-se que, na HKEx, são 12, sendo todos independentes. Deve-se notar que o conceito de independência foi verificado caso a caso. Por exemplo, a BM&FBovespa define independência considerando regulamentação nacional contida na Instrução CVM n. 461/07 e na Lei n. 6.404/76, e regras presentes no segmento de listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa. Percebe-se que a “separação entre presidente do conselho e diretor-presidente” ocorre em todas as bolsas avaliadas. No entanto, na CME e na HKEx o diretor presidente integra o conselho de administração. Para a Deutsche Börse, a existência de dois conselhos permitiu essa separação de funções.

Em relação ao item “comitês que prestam assessoria ao conselho”, verifica-se diferença quanto ao número de comitês presentes em cada bolsa, variando de quatro na BM&FBovespa a nove na CME. Esta possui nove comitês (1. Auditoria; 2. Compensação; 3. Governança; 4. Indicação; 5. Vigilância e regulação de mercado; 6. Executivo; 7. Finanças; 8. *Marketing* e relações públicas; 9. Direção estratégica); a HKEx possui oito comitês (1. Executivo; 2. Auditoria; 3. Consultoria de investimento; 4. Gestão de risco; 5. Indicação; 6. Remuneração; 7. Membros do painel de indicação; 8. Responsabilidade social corporativa); a Deutsche Börse possui seis comitês para o conselho de supervisão (1. Pessoas; 2. Auditoria e finanças; 3. Estratégia; 4. Tecnologia; 5. Compensação e liquidação; 6. Indicação) e, para o comitê executivo, a bolsa alemã apresenta comitês de trabalho. Por fim, a BM&FBovespa estabeleceu quatro comitês para o conselho de administração (1. Auditoria; 2. Governança e indicação; 3. Remuneração; 4. Risco, sendo os três primeiros obrigatórios segundo o estatuto dessa bolsa). Assim, verificou-se diferença quanto ao número de comitês presentes em cada bolsa, variando de quatro na BM&FBovespa a nove na CME. Destaca-se, por exemplo, a presença de comitês com funções de indicação e de auditoria em todas as bolsas analisadas.

Quanto às “responsabilidades do conselho”, a proteção dos interesses dos acionistas foi lembrada na documentação da CME. Para a Deutsche Börse, o conselho de supervisão tem a função de monitorar

atividades do conselho executivo, o qual, por sua vez, gerencia a bolsa. A BM&FBovespa elenca a competência do conselho em seu estatuto. A separação de responsabilidades entre conselho de supervisão e conselho executivo verificada na Deutsche Börse tem conexão com o que é recomendado pelo Código de Governança Corporativa Alemão, citado no Quadro 7.

Verifica-se que, sobre a “qualificação dos conselheiros”, todas as bolsas disponibilizam essa informação, apurando-se um misto entre descrição da experiência profissional e da formação acadêmica dos conselheiros. Por exemplo, a HKEx contempla conselheiro com experiência profissional de 35 anos. Mencionou-se a vivência de conselheiros da CME em empresas do setor não financeiro e financeiro, inclusive no próprio grupo CME. Na BM&FBovespa, constata-se a passagem de conselheiros por órgãos do governo, e destaca-se que conselheiros executivos da Deutsche Börse são naturais da Alemanha, dos Estados Unidos e da Suíça. Ou seja, para todas as entidades analisadas, a qualificação dos integrantes do conselho foi observada.

Em relação ao “mandato dos conselheiros”, averigua-se mandato de cinco anos para o Conselho Executivo da Deutsche Börse e de três anos para o Conselho de Supervisão dessa bolsa e da HKEx. Na BM&FBovespa, esse mandato é de dois anos. O caso da CME é particular, pois essa entidade passa por um período de transição que se iniciou em 2006, após processo de fusão, e será encerrado em 2012. Em todos os casos analisados, é permitida a reeleição. Nota-se que a duração do mandato não é consenso entre as bolsas analisadas e apresenta grande variação.

No que diz respeito aos “critérios de nomeação/exoneração dos conselheiros”, essa informação está presente na documentação de todas as bolsas. Quanto à CME, dos 33 conselheiros, 27 são eleitos pelos acionistas de classe A e seis, eleitos pelos acionistas classe B<sup>10</sup>.

Na HKEx, os critérios são definidos em estatuto e consideram a habilidade e experiência do

<sup>10</sup> Maiores detalhes a respeito da divisão do capital segundo classes de ações A e B, ver CME (2009).

candidato. Na Deutsche Börse, a idade para membros do conselho pode ser considerada na indicação. Na BM&F Bovespa, existe idade mínima de 25 anos para se candidatar ao cargo.

Em relação à “periodicidade de reuniões do conselho”, a HKEx apresentou 13 reuniões em 2008. Os encontros também podem ser previamente agendados ou extraordinários, conforme destacado pela Deutsche Börse e pela BM&FBovespa. Na entidade brasileira, o diretor não participa do conselho, mas acompanha as reuniões e deve se ausentar se for solicitado pelo conselho. Devem-se ressaltar, na CME, reuniões trimestrais sem a presença de gestores e conselheiros não independentes.

No item “remuneração dos conselheiros”, todas as bolsas mencionaram essa informação. Na CME, a recompensa é determinada pelos conselheiros, sendo que conselheiro executivo não recebe remuneração. Para HKEx e BM&FBovespa, a remuneração é determinada em assembleia. A bolsa alemã divulga remuneração em relatório, discriminando uma parte fixa e outra variável, mas com critérios diferenciados para o conselho de supervisão e para o conselho executivo. Além dos critérios de remuneração, foi possível observar, entre as bolsas do exterior, valores recebidos por conselheiros. Deve-se mencionar que a política de remuneração é considerada um dos mecanismos internos de governança corporativa elencados no Quadro 2 do referencial teórico.

Quanto a “outras informações”, apurou-se a presença da abordagem que contempla a visão dos *stakeholders* no conselho de administração em duas das bolsas analisadas. Dos 18 membros do Conselho de Supervisão da Deutsche Börse, 12 são representantes dos acionistas e seis são representantes dos empregados. Uma evidência a respeito da presença do interesse público reflete-se no conselho da HKEx, em que seis dos 13 membros do conselho são indicados pelo governo (*government appointment directors*), mais especificamente pela *Securities and Futures Commission* (SFC), órgão regulador que fiscaliza a HKEx.

Ainda relacionado ao item “outras informações”, verificou-se a baixa presença de mulheres nos conselhos: foram evidenciadas duas conselheiras na CME, uma conselheira na HKEx e na Deut-

sche Börse, e nenhuma conselheira na BM&FBovespa. Deve-se enfatizar que a diversidade do conselho quanto ao gênero é uma característica investigada na literatura<sup>11</sup>, inclusive quanto ao potencial dessa diversidade contribuir para a qualidade das respostas estratégicas dadas pelos conselhos de administração.

Finalmente, uma característica que destaca a CME e a BM&FBovespa é a existência de um mesmo conselheiro nessas duas bolsas, e uma constatação que pode explicar esse fato é o acordo de parceria existente entre essas entidades. Por sua vez, os conselheiros executivos da Deutsche Börse podem participar de até cinco conselhos de supervisão fora das empresas do grupo dessa bolsa. Essa restrição tem base no Código de Governança Corporativa Alemão e pode contribuir para que as qualificações desses conselheiros executivos sejam empregadas em um número limitado de conselhos.

## 5. CONCLUSÃO

Este artigo buscou analisar as características dos conselhos de administração de quatro bolsas com atuação internacional e compará-las ressaltando suas similaridades e distinções. A pesquisa tratou um tema atual que é pouco explorado, referente a conselho de administração (um dos mecanismos internos de governança corporativa) e bolsas. Essas entidades possuem caráter privado, mas executam um serviço que é considerado de interesse público e estão sujeitas ao escrutínio de acionistas e diversas partes interessadas como empregados, clientes, credores e o governo.

Para atingir o objetivo do estudo, realizou-se pesquisa descritiva, com abordagem qualitativa, de natureza bibliográfica e documental. Foram examinados documentos presentes nos sítios eletrônicos da CME, HKEx, Deutsche Börse AG e BM&FBovespa. A seleção dessas entidades considerou as maiores bolsas em valor de mercado das suas ações, apurado no sítio eletrônico da Reuters em fevereiro de 2009. O tratamento dos dados contemplou a

<sup>11</sup> Conforme estudo de Van der Walt *et al.* (2006), o qual diz respeito à diversidade de conselhos de administração.

análise de conteúdo, e foram empregados para avaliação 12 itens, os quais emergiram do referencial teórico a respeito de bolsas e governança corporativa, com ênfase em conselho de administração. Para cada bolsa, a análise considerou as evidências encontradas na pesquisa documental.

A apresentação dos resultados contemplou inicialmente uma descrição das bolsas. Em seguida, apresentou os 48 itens observados referentes às características dos conselhos de administração dessas entidades, destacando semelhanças e diferenças encontradas nas análises. As bolsas analisadas possuem atuação internacional e atendem a diversos mercados, contemplando tanto derivativos quanto outros valores mobiliários. Verificou-se também que os serviços oferecidos por entidades do grupo controlado por essas entidades abrangem não somente o ambiente de negociação, mas também a compensação, a liquidação e a custódia de operações negociadas.

Quanto aos itens examinados, todos os 12 aspectos foram atendidos pelas quatro bolsas. Constataram-se diferenças referentes à remuneração e aos critérios de nomeação/exoneração dos membros do conselho. Observou-se a separação entre a função de presidente do conselho e diretor-presidente em todas as bolsas avaliadas, sendo que, na CME e na HKEx, o diretor presidente faz parte do conselho. Destacou-se também a baixa presença de mulheres nos conselhos dessas entidades.

Os conselhos das bolsas analisadas apresentaram variação de tamanho: enquanto a bolsa brasileira conta com 11 integrantes, a norte-americana possui 33. Verificou-se diferença quanto ao número

de comitês que prestam assessoria ao conselho em cada bolsa, variando de quatro na BM&FBovespa a nove na CME. A presença na BM&FBovespa do conselho de supervisão, em atendimento a normas brasileiras de valores mobiliários relativas à autorregulação, e a constituição dual para conselhos de administração, prevista na Deutsche Börse, são indícios da influência de regras que compõem o ambiente institucional do país em que essas bolsas possuem suas sedes.

Apurou-se a presença da abordagem que contempla a visão dos *stakeholders* no conselho de administração em duas das bolsas analisadas. Dos 18 membros do Conselho de Supervisão da Deutsche Börse, 12 são representantes dos acionistas e seis são representantes dos empregados. Na HKEx, dos 13 conselheiros, seis são indicados pelo governo, fato que ressalta a influência do poder público no processo decisório da bolsa asiática. Adicionalmente, verificou-se que a CME e a BM&F Bovespa possuem um conselheiro que participa do conselho das duas bolsas. Uma constatação que pode explicar esse fato é o acordo de parceria existente entre essas entidades.

Finalmente, os resultados desse estudo são baseados em dados publicamente disponíveis em junho de 2009 e as conclusões limitam-se a esse período, o que possibilita a estudos futuros explorar outros aspectos relacionados à governança corporativa afetos às entidades pesquisadas, como estudar outros mecanismos de governança dessas bolsas e compará-los com as regras que compõem o ambiente institucional dos países em que estão as sedes dessas entidades, por exemplo.

## REFERÊNCIAS

ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E. & WEISBACH, Michael S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. National Bureau of Economic Research – NBER Working Paper n. 14.486, Cambridge, November, 2008. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14486.pdf>>. Acesso em: 20 de abril de 2009.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION – BCBS. Enhancing corporate governance for banking organizations. Bank for International Settlements, Basel, February, 2006. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf?noframes=1>>. Acesso em: 02 de abril de 2006.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick & RÖELL, Ailsa A. Corporate governance and control. European Corporate Governance Institute – ECGI Finance Working Paper n. 02/2002. (October, 2002). Updated: August, 2005. Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=343461orDOI:10.2139/ssrn.343461>>.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS – BM&FBovespa. Estatuto Social da BM&FBovespa. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/pt/governanca\\_corporativa/estatutos\\_politicas/Estatuto\\_Social.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/governanca_corporativa/estatutos_politicas/Estatuto_Social.pdf)>. Acesso em: 04 de junho de 2009.

\_\_\_\_\_. Perfil e histórico; vantagens competitivas. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal\\_investidores/pt/home/home.aspx](http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/pt/home/home.aspx)>. Acesso em: 04 de junho de 2009.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional – CMN. *Resolução n. 2.554, de 24 de setembro de 1998*. Dispõe sobre a Implementação de Sistema de Controles Internos. Disponível em: <<http://www.cnb.org.br/CNBV/resolucoes/res2554-1998.htm>>. Acesso em: 02 de junho de 2009.

\_\_\_\_\_. Conselho Monetário Nacional – CMN. *Resolução 3.041, de 28 de novembro de 2002*. Estabelece condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo

Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=102199044&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 02 de janeiro de 2009.

\_\_\_\_\_. Conselho Monetário Nacional – CMN. *Resolução n. 3.198, de 28 de novembro de 2004*. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=104080599&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 02 de maio de 2009.

\_\_\_\_\_. Conselho Monetário Nacional – CMN. *Resolução n. 3.380, de 28 de novembro de 2006*. Dispõe a respeito da Implementação de Estrutura de Gerenciamento do Risco Operacional. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=106196825&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 02 de maio de 2009.

\_\_\_\_\_. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe a respeito das Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 12 de maio de 2009.

\_\_\_\_\_. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em: 12 de maio de 2009.

\_\_\_\_\_. *Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)>. Acesso em: 12 de maio de 2009.

## REFERÊNCIAS

- \_\_\_\_\_. Ministério da Previdência Social. Conselho Geral de Previdência Complementar. *Resolução CGPC/MPS n. 13, de 1 de outubro de 2004*. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC. Disponível em: <[http://www.010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13\\_1.htm](http://www.010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13_1.htm)>.
- CADBURY, Adrian. The Cadbury Report (The financial aspects of corporate governance). The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., 1992. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br>>. Acesso em: 12 de maio de 2009.
- CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE – CME. Third Amended and Restated Certificate of Incorporation – of CME Group Inc. Disponível em <[http://files.shareholder.com/downloads/CME/632426586x0x121822/ddb77b8c-c05c-4046-816c-094240623cae/CME\\_WebDoc\\_2428.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/CME/632426586x0x121822/ddb77b8c-c05c-4046-816c-094240623cae/CME_WebDoc_2428.pdf)>. Acesso em: 10 de junho de 2009.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007*. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 de junho de 2009.
- DEUTSCHE BÖRSE GROUP – DBSE. Company profile. Disponível em: <[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/listcontent/gdb\\_navigation/about\\_us/10\\_Deutsche\\_Boerse\\_Group/page0\\_DB\\_SP\\_Das\\_Unternehmen.htm](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/listcontent/gdb_navigation/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/page0_DB_SP_Das_Unternehmen.htm)>. Acesso em: 05 de junho de 2009.
- DI NOIA, Carmine. The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers and corporate governance. *Quaderni Di Finanza, Consob, Paper n. 33, March, 1999*.
- FREEMAN, R. Edward. The politics of stakeholder theory: some futures directions. *Business Ethics Quarterly*, v. 4, n. 4, p. 409-421, 1994.
- GIL, Antonio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GUERRA, Sandra; FISCHMANN, Adalberto & MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro. An Agenda for Board Research. *Corporate Ownership & Control*, v. 6, n. 3, p. 196-202, Spring, 2009.
- HONG KONG EXCHANGE CLEARING LIMITED – HKEX. About HKEX. Company profile. Updated: August, 2007. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/exchange/profile/profile.htm>>. Acesso em: 02 de junho de 2009.
- HONG KONG. The Basic Law of The Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China. Published by the Constitutional Affairs Bureau Designed by the Information Services Department Printed by the Printing Division, Government Logistics Department Hong Kong Special Administrative Region Government, July, 2006. Disponível em: <[http://www.basiclaw.gov.hk/en/basiclawtext/images/Basic\\_Law.pdf](http://www.basiclaw.gov.hk/en/basiclawtext/images/Basic_Law.pdf)>. Acesso em: 01 de agosto de 2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Código de Boas Práticas de Governança Corporativa. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 01 de maio de 2009.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Issues paper on exchange demutualization*. Madrid, June, 2001. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>>. Acesso em: 02 de abril de 2009.
- \_\_\_\_\_. Exchange demutualization in emerging markets – Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commission. Madrid, April, 2005. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf>>. Acesso em: 02 de abril de 2009.
- \_\_\_\_\_. *Regulatory issues arising from exchange evolution* – Final report. Madrid, November, 2006. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>>. Acesso em: 02 de abril de 2009.
- \_\_\_\_\_. *Board independence of listed companies* – Final report. In: Consultation with OECD. Madrid, March, 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>>. Acesso em: 02 de abril de 2009.

## REFERÊNCIAS

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, Amsterdam, North Holland, 1976.

LEE, Ruben. *What is an exchange?* New York: Oxford University Press, 1998.

MACHADO FILHO, Cláudio Antonio P. *Responsabilidade social e governança: o debate e as implicações*. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

NORTH, Douglass C. Economic performance through time. *The American Economic Review*, v. 84, n. 3, p. 359-367, June, 1994.

NYSE-EURONEXT. Nyse Euronext. Corporate timeline. Disponível em: <<http://www.nyse.com/pdfs/NYSEEuronextTimeline-web.pdf>>. Acesso em: 11 de dezembro de 2009.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. Principles of corporate governance. Paris, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 01 de abril de 2009.

REUTERS. Factbox-The world's leading exchange groups. Tue February, 24, 2009 4:04pm EST. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/marketsNews/idUSLO80169220090224>>. Acesso em: 12 de março de 2009.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de S. & SOUSA, Almir F. de. Impactos de fatores macroeconômicos nas melhores práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 42, n. 3, p. 265-279, São Paulo, julho/agosto/setembro, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2006.

TIOLE, Jean. *The theory of corporate finance*. New Jersey: Princeton University Press, 2006. cap. 1.

UNITED STATES OF AMERICA – USA. Sarbanes-Oxley Act of 2002. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>>. Acesso em: 01 de junho de 2009.

VAN DER WALT, Nicholas T.; INGLEY, Coral; SHERGILL, Gurvinder S. & TOWNSEND, A. Board configuration: are diverse boards better boards? *Corporate Governance – An International Review*, v. 6, n. 2, p. 129-147, 2006.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.