

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR
AOS ACIONISTAS

CARLOS GUILHERME DE PAULA AGUIAR

ORIENTADOR: Prof. Márcio Souza Guimarães

JUNHO DE 2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR
AOS ACIONISTAS

CARLOS GUILHERME DE PAULA AGUIAR

ORIENTADOR: Prof. Márcio de Souza Guimarães

JUNHO DE 2005

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

ÍNDICE

| | | |
|-------------|---|-----------|
| <i>I.</i> | <i>Introdução.....</i> | <i>7</i> |
| <i>II.</i> | <i>O que é Governança Corporativa.....</i> | <i>7</i> |
| | <i>A boa Governança Corporativa.....</i> | <i>8</i> |
| <i>III.</i> | <i>Governança Corporativa no Brasil.....</i> | <i>10</i> |
| | <i>Minoritários.....</i> | <i>11</i> |
| | <i>Processo de Privatização.....</i> | <i>11</i> |
| | <i>Fusões e aquisições.....</i> | <i>12</i> |
| | <i>Investidores Institucionais.....</i> | <i>12</i> |
| <i>IV.</i> | <i>Lei das Sociedades Anônimas e Comissão de Valores Mobiliários.....</i> | <i>13</i> |
| <i>V.</i> | <i>O BNDES.....</i> | <i>15</i> |
| <i>VI.</i> | <i>Lei Sarbanes- Oxley.....</i> | <i>17</i> |
| | <i>Introdução.....</i> | <i>17</i> |
| | <i>Responsabilidade dos Administradores.....</i> | <i>18</i> |
| | <i>Comitê de Disclosure.....</i> | <i>19</i> |
| | <i>Diretoria Independente.....</i> | <i>19</i> |
| | <i>Sarbanes- Oxley x fraude.....</i> | <i>20</i> |

| | | |
|--------------|---|------------------|
| VII. | <i>Níveis de Governança Corporativa na Bovespa.....</i> | <i>21</i> |
| | <i>Introdução.....</i> | <i>21</i> |
| | <i>Benefícios.....</i> | <i>22</i> |
| | <i>Nível 1.....</i> | <i>23</i> |
| | <i>Nível 2.....</i> | <i>23</i> |
| | <i>Novo Mercado.....</i> | <i>24</i> |
| | <i>Tag Along.....</i> | <i>26</i> |
| | <i>Câmara de Arbitragem.....</i> | <i>27</i> |
| VIII. | <i>Gestão de Risco e Governança Corporativa.....</i> | <i>28</i> |
| IX. | <i>Relações com Investidores.....</i> | <i>29</i> |
| X. | <i>Escândalos Corporativos.....</i> | <i>30</i> |
| XI. | <i>Sistemas de Controle em companhias de capital aberto.....</i> | <i>31</i> |
| XII. | <i>Conclusão.....</i> | <i>34</i> |
| XIII. | <i>Bibliografia.....</i> | <i>36</i> |

INTRODUÇÃO

A desregulamentação dos mercados financeiros nacionais e a busca pelos grandes investidores de outras opções de investimento fora de seus países de origem proporcionam às empresas oportunidades de acesso a recursos necessários para o aumento de suas atividades e com isso o aumento de capacidade para disputar os mercados globais.

Desta forma, é fundamental, para o desenvolvimento das empresas e dos países nos quais elas estão instaladas, que existam mecanismos de controle capazes de assegurar aos acionistas o alinhamento entre os seus interesses e os de seus contratados.

Tendo em vista o exposto, a governança corporativa ganha espaço nos meios empresariais e acadêmicos, como um conjunto de procedimentos, regulamentos e leis que permitam aos investidores/acionistas ter um melhor acompanhamento das administrações em que os seus recursos foram alocados, em especial naquelas em que existe a separação entre propriedade e controle, característica marcante das companhias de capital aberto.

Mas o que é Governança Corporativa?

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a

finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

Para Millstein (1998), governança corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal.

Governança corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança temos também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

A Boa Governança

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A boa governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (accountability) e equidade. Para que essas estejam presentes em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na

organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Em resposta a esse cenário, o movimento de governança corporativa ganhou força nos últimos anos, tendo nascido e crescido, originalmente, nos Estados Unidos e na Inglaterra e, a seguir, se espalhando por muitos outros países.

No Brasil os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país.

Hoje, o mercado de capitais, as empresas, os investidores e a mídia especializada já se utilizam habitualmente da expressão governança corporativa, mencionam e consideram as boas práticas de governança em sua estratégia de negócios. Um dos principais responsáveis por essa nova realidade é o IBGC¹.

Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais priorizam a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional.

O G7, grupo das nações mais ricas do mundo considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global.

A OCDE² desenvolveu uma lista de Princípios de Governança Corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “Global

¹ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

² OCDE – organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

Corporate Governance Fórum” com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema.

O Banco Mundial e o FMI consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa.

Em junho de 2000, a McKinsey & Co, em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência. Algumas outras das conclusões dessa pesquisa: a) os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina; b) três quartos dos investidores dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Na América Latina, quase metade dos respondentes considera que as práticas de conselho de administração são mais importantes que a performance financeira; c) na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e frequentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas; d) a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos³.

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De grandes oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de

³ Publicação Relações com Investidores nº 29 e 79

Administração sem poder de decisão, estamos caminhando para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Há vários fatores de pressão a favor dessas mudanças:

- As privatizações;
- O movimento internacional de fusões e aquisições;
- O impacto da globalização;
- Necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- A intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e
- A postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Esse novo contexto foi detectado pela pesquisa “Panorama da Governança Corporativa do Brasil⁴” conduzida em 2001 em parceria pela McKinsey & Co. e Korn Ferry International, onde são enfocadas características da estrutura de propriedade e liderança das empresas nacionais e a organização e as práticas dos Conselhos de Administração. A pesquisa nos dá conta de que as empresas nacionais, premidas por necessidades de financiamento e pelos desafios impostos pela competição em nível global, estão reformulando suas práticas de governança corporativa.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS MINORITÁRIOS

Assegurar mais respeito aos direitos dos acionistas minoritários tem sido uma das principais preocupações do movimento de governança corporativa ao redor do mundo. No Brasil, após um histórico de sucessivos escândalos em que controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários, cujos interesses raramente eram levados em conta, alguns passos importantes têm sido dados em busca de maior equilíbrio entre ambos os lados. Destaca-se, sobretudo, a reforma da Lei de Sociedades por Ações, impressa pela Lei 10.303/01, que teve este como um de seus critérios inspiradores.

Governança corporativa, todavia, não se confunde nem se limita à proteção do acionista minoritário. Embora trate-se de um assunto importante, a boa governança não pode prestar-se a esse tipo de polarização, pois deve servir à empresa como um todo, aí considerados todos os

⁴ http://www.kornferry.com.br/upload/informação/kf_mck_governan.pdf

envolvidos pelas suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO

Ao transferir a propriedade estatal para grupos privados, entendemos que os processos de privatização forjaram uma nova realidade societária, ensejando as primeiras experiências de controle compartilhado no Brasil, como, por exemplo, na área energética, de infra-estrutura, dentre outras, onde se encontram regimes de parceria com grupos nacionais, multinacionais e fundos de pensão.

Nessa nova forma de controle, formalizada principalmente através de acordo de acionistas, os investidores integrantes do bloco de controle têm que distribuir entre si o comando da empresa, estabelecendo contratualmente regras para reger o cotidiano empresarial, como as afeitas à escolha e indicação de profissionais de sua confiança para integrar o Conselho de Administração, às relativas aos procedimentos das denominadas “reuniões prévias”, dentre outras.

FUSÕES E AQUISIÇÕES

Há mais de 10 anos, observa-se um movimento internacional que transforma empresas em gigantes através de parcerias, fusões e aquisições. Ao lado desse fato, a abertura da economia brasileira cria um contexto novo para todos em virtude do ingresso do capital estrangeiro em nosso mercado de capitais e na estrutura de poder das empresas.

Os investidores institucionais

Os investidores institucionais⁵ são agentes essenciais para o processo de formação da poupança de longo prazo destinada ao desenvolvimento econômico e social do país. Detentores de grandes volumes de capital e guardiões das aposentadorias futuras de milhares de trabalhadores, os investidores institucionais pretendem retornos a serem obtidos através de prazos mais longos.

⁵ Investidores Institucionais – Seguradoras, Fundos de Pensão e Fundos Mútuos de Investimentos

Adicione-se a isso, no Brasil, ter sido a participação dos fundos de pensão um fator de fundamental importância no processo de privatização, muitas vezes responsável pela própria viabilidade financeira dos consórcios formados e por dar maior concorrência aos leilões.

Mundialmente essa categoria de investidores vem abandonando sua postura inicial, mais passiva, em favor de uma atuação ativa, marcada pelo comparecimento a assembleias gerais, exercício dos direitos de voto das ações de que são titulares e fiscalização próxima da gestão das companhias em que aplicam seus recursos. Essa mudança reflete a adoção de uma nova filosofia, identificada com as boas regras de governança corporativa.

Os administradores desses fundos possuem deveres fiduciários para com seus constituintes e sua conduta está também, por sua vez, sob crescente escrutínio por parte dos mesmos e também dos órgãos reguladores.

Lei das S/A e CVM

A Reforma da Lei das S.A., consubstanciada na edição da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-lhe mais transparência e credibilidade. Na concepção dos autores do projeto que veio a ser aprovado, um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos.

Partiu-se da premissa de que alinhamento de interesses gera valor. Quanto maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale.

Apesar de incorporar ao direito codificado algumas das práticas recomendadas de governança corporativa, o processo de negociação política exigido para a aprovação da nova lei fez com que, em alguns pontos, suas inovações ficassem aquém do que se poderia esperar. O teste prático de sua utilização dirá se foi possível atender a premissas iniciais.

Ainda que possa ser considerada imperfeita sob alguns pontos de vista, o longo e polêmico processo de discussão da lei durante sua tramitação perante o Congresso Nacional representou em si mesmo um benefício e elevou o nível dos debates e o grau de conscientização dos setores envolvidos quanto aos principais problemas relacionados à governança corporativa.

Antes mesmo de sua promulgação, alguns dispositivos legais vinham sendo espontaneamente adotados por empresas desejosas por atrair investimentos.

A Reforma também trouxe, através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Com suas novas atribuições, a CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central, bem como eliminando as "zonas cinzentas" de atribuições dos dois órgãos.

Entre as principais inovações da reforma, destaca-se:

- A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- Modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor.
- Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia.
- Os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital total terão direito, cada qual, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária (somente a partir de 2006).
- Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração.
- Melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação.
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle, hipótese denominada de *tag along*.
- O fechamento de capital da companhia deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em

circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.

- Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.

- Foi alterado o conceito de valor mobiliário que agora passa a incluir também novos instrumentos, sempre atentando para a natureza de apelo à poupança popular que através deles possa se buscar.

- A CVM passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios; gozará de autonomia financeira, orçamentária e política, esta última garantida pela estabilidade de seus dirigentes; não estará subordinada hierarquicamente a qualquer outro órgão, embora esteja vinculada ao Ministério da Fazenda; e terá assegurada sua condição de autoridade administrativa independente, descabendo recurso na esfera administrativa de suas decisões, exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

- Tipificação de crimes contra o mercado de capitais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

O BNDES

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi eleito uma das prioridades do BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Em atendimento ao objetivo de desenvolver o mercado de capitais, o Banco lançou, em outubro de 2000, o “Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas”, almejando auxiliar pequenas e médias empresas através de operações de capital de risco e estimular a adoção pelas mesmas de práticas adequadas de governança corporativa.

A participação do BNDES nessas empresas dá-se pela subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações, no percentual máximo de 35% (trinta e cinco por cento) no capital futuro da companhia. São as seguintes as condições para participação no programa:

- Abertura do capital da empresa deverá ser feita mediante oferta pública inicial com emissão de ações ordinárias, forma que deverá ser seguida a partir daí nas novas emissões;
- Conselho de Administração com mandato unificado e prazo de gestão não superior a 1 (um) ano, permitida a reeleição;
- No segundo ano após a abertura de seu capital a empresa deverá apresentar suas demonstrações financeiras também de acordo com os padrões IASC ou US GAAP;
- A alienação do controle ou de participação relevante no capital da companhia somente poderá ser contratada sob a condição de que o adquirente se obrigue a realizar oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições de pagamento ofertadas ao(s) acionista(s) controlador(es), sendo total a oferta das ações da companhia, no caso de alienação de controle, e proporcional, no caso de aquisição de participação relevante;
- Adoção da arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários; · Implantação de um plano de opção de compra de ações para empregados;
- Nos casos de fechamento de capital ou de reembolso das ações de acionistas dissidentes, deverá ser utilizado o valor econômico da companhia, apurado por empresa especializada, como único parâmetro para definição do preço das ações de sua emissão.

As potenciais candidatas ao recebimento dessa linha de crédito são empresas que possuam faturamento líquido anual de até R\$ 60 milhões no último exercício, atuem em nichos de mercado atraentes, detenham vantagens competitivas em seu mercado, com perspectiva de rápido crescimento e elevada rentabilidade e apresentem gestão idônea e eficiente. Não serão admitidas empresas pertencentes a grupo econômico com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 120 milhões⁶.

No início de 2003, o BNDES introduziu exigências específicas à governança de qualidade em sua linha de financiamento por meio do Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa⁷.

Novas regras para os fundos de pensão

⁶ Revista BNDES, 2000

⁷ Revista BNDES, 2003

O Conselho Monetário Nacional editou a Resolução 2.829, de 06 de abril de 2001, permitindo que as entidades fechadas de previdência privada pudessem investir um percentual maior em ações de emissão de companhias que observem regras de melhor Governança Corporativa. O anexo I dessa Resolução adota como regras de boa governança aquelas estabelecidas pela Bovespa nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado.

LEI SARBANES-OXLEY

A lei Sarbanes-Oxley traz uma série de implicações para as empresas, mas são as novas regras de “*disclosure*”, previstas nessa legislação, que têm maior impacto na rotina dos executivos da área de Relações com Investidores (RI).

As empresas passaram a ter, entre outras exigências, prazos mais curtos para a entrega de documentos à SEC (*Securities and Exchange Commission*), - órgão regulador do mercado americano, similar à CVM no Brasil - , necessidade divulgar “fatos relevantes” em tempo real e obrigatoriamente apresentar os resultados de *releases* de acordo com os “princípios geralmente aceitos”(GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*) ou com conciliação (para informações não-GAAP).

Por determinação legal as companhias estão obrigadas a divulgar informações materiais com maior frequência, numa tentativa da SEC de impedir que as empresas escondam fatos que possam ter impacto na decisão dos investidores.

A Lei Sarbanes-Oxley, assinada em julho de 2002, foi criada em resposta a desconfiança dos investidores, após os escândalos financeiros e os abusos contábeis descobertos nos últimos anos. A abrangência da Sarbanes-Oxley é extraordinária: vai de questões sobre governança corporativa e responsabilidade dos administradores até regras para a negociação de títulos e *disclosure*.

Com a nova legislação, foi criado o Conselho Superior de Contabilidade para Companhias Abertas (*Public Company Accounting Oversight Board*), órgão responsável pela supervisão das auditorias de companhias abertas e pelo estabelecimento de padrões relacionados à preparação de relatórios de auditoria, numa tentativa de por fim às práticas questionáveis de contabilidade descobertas entre 2001 e 2002.

Houve questionamento por parte da União Européia e órgãos reguladores de países estrangeiros cujas companhias mantêm títulos listados nas bolsas americanas. A argumentação é

de que as novas normas criam conflitos com os sistemas de governança adotados nesses países, aumentando possivelmente os custos para as empresas. Tendo em vista à pressão exercida, a SEC abrandou algumas das regras sobre *disclosure* e práticas de governança corporativa para companhias abertas estrangeiras.

Foi proposto por reguladores norte-americanos algumas exceções, como liberdade para que as empresas estrangeiras tenham representantes de empregados e do governo em seus comitês de auditoria.

Responsabilidade dos Administradores

Para as companhias abertas norte-americanas as normas são bastante rigorosas com relação à transparência e responsabilidade administrativa e devem servir de referência para os outros países.

Conforme o artigo 302 da *Sarbanes-Oxley*, o CEO (*Chief Executive Officer*), cargo mais alto da empresa e o CFO (*Chief financial Officer*), diretor financeiro, são obrigados a assinar uma declaração, que acompanhará o relatório de auditoria, garantindo que as demonstrações financeiras representam fielmente as operações e a condição financeira da empresa.

Esses executivos são responsáveis por:

- Desenvolver controles internos, capazes de garantir que as informações necessárias, da empresa e de subsidiárias, chegarão às mãos dos administradores sem distorção;
- Manter controles internos, supervisionando o processo de preparação de relatórios financeiros;
- Avaliar a eficácia desses controles internos três meses antes da entrega do relatório;
- Apresentar, no relatório, as conclusões da avaliação de eficácia desses controles.

Ao mesmo tempo, os relatórios anuais deverão conter um “relatório de controles internos” que,:

- Descreva a responsabilidade da administração, de estabelecer e manter uma infraestrutura de controles internos e procedimentos para a preparação de relatórios financeiros;

- Contenha uma avaliação da eficácia da estrutura de controles internos e procedimentos internos, ao longo do exercício;
- Identifique a estrutura usada pela administração para a avaliação da eficácia desses controles internos;
- contenha uma declaração, assinada pelos administradores, afirmando que a empresa de auditoria que preparou as demonstrações financeiras atestou a qualidade dos mecanismos utilizados nesses controles.

As normas da SEC também exigem que a empresa divulgue se adotou algum código de ética e conduta, válido para o CEO, o CFO e o *Controller*. Empresas que não adotaram um código devem justificar essa posição. A companhia também estará obrigada a divulgar imediatamente quaisquer alterações nas regras de seu código de ética e conduta.

Comitê de *Disclosure*

Em virtude dessas exigências é recomendado que as empresas formem um “comitê de disclosure”, composto pelo *controller*, área jurídica, RI (Relações com Investidores) e, se possível, o CFO e o auditor interno.

Esse comitê de *disclosure* seria responsável pela revisão dos documentos a serem entregues a SEC e dos *releases*, criando e aperfeiçoando a política de *disclosure*, estabelecendo e monitorando os controles internos para a entrega das declarações.

A SEC determinou que, em cada relatório anual e trimestral, constem todas as participações societárias que não tenham sido mencionadas no balanço. Essa exigência surgiu devido ao peso que esse tipo de participação teve no esquema de fraude da Enron. O objetivo é aumentar a transparência de modo que os investidores saibam como a companhia utiliza esse tipo de estrutura.

Diretoria independente

Um outro objetivo da lei é melhorar a autonomia da diretoria de companhias abertas. Segundo a legislação, essas companhias deverão criar um comitê de auditoria, composto pelos

membros da direção da empresa, com a missão de supervisionar os procedimentos contábeis e os trâmites para a divulgação de resultados. Segundo regulamentação da SEC, as bolsas norte-americanas estão proibidas de listar qualquer emissor que não cumpra as seguintes regras:

- Cada membro do comitê de auditoria deve ser independente;
- O comitê deve ser responsável diretamente pela nomeação, contratação, remuneração e supervisão do trabalho de qualquer empresa de auditoria independente, que esteja preparando ou emitindo um relatório de auditoria ou ainda desempenhando qualquer outro serviço correlato para o emissor;
- O comitê de auditoria deve estabelecer procedimentos para recebimento e tratamento de reclamações, com respeito à contabilidade, controles internos ou questões de auditoria, inclusive criar procedimentos específicos para o recebimento confidencial de informações de empregados preocupados com práticas contábeis questionáveis;
- O comitê deve ter autoridade ou competência para contratar advogados independentes e outros conselheiros;
- O emissor deve fornecer recursos adequados para a autonomia do comitê de auditoria.

A empresa deve ainda, divulgar em seu relatório anual, se pelo menos um dos membros do comitê de auditoria é considerado um “*financial expert*”. Se houver, é preciso informar se ele é independente da diretoria. A SEC, no entanto, ainda não obrigou as empresas a ter um “*financial expert*” nesse comitê. Na verdade, o órgão define de forma abrangente a figura do “*financial expert*”, o que deixa amplo leque de executivos em condições de enquadrar nesse perfil.

Sarbanes-Oxley x Fraude

Como efeito prático, a lei pode ter contribuído para o fim de uma fraude contábil na HealthSouth, a maior operadora de clínicas de reabilitação dos Eua, fundada por Richard Scrushy.

Ex-executivos que testemunharam no julgamento contra a empresa, afirmaram que a leitura da Sarbanes-Oxley levou-os a se afastarem da fraude de US\$ 2,7 bilhões, o que mostra que a lei teve impacto direto sobre os executivos da empresa.

Scrushy, o antigo executivo chefe e o primeiro acusado de violar a Sarbanes-Oxley, está em julgamento, acusado de coordenar a fraude da Health South de 1996 a 2002. Ele também está sendo acusado, de lavagem de dinheiro e fraude com ações⁸.

NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA BOVESPA

Em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, implementou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente que estimulasse o interesse dos investidores e uma maior transparência das Empresas, que no fim resultasse em um maior retorno aos acionistas.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de Governança das empresas no país destacam-se a reforma na Lei das S.A., a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES, as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

No Brasil uma parte significativa das companhias já adotava diversas práticas de governança corporativa, mas não havia uma transparência adequada que pudesse sinalizar aos investidores quais as diferenças e vantagens oferecidas por cada uma delas.

A BOVESPA define como um conjunto de práticas e normas de conduta adotadas pelas empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma maior transparência e conseqüentemente boa valorização das ações e demais ativos emitidos pelas Companhias. A adesão aos níveis de governança não é obrigatória, e os níveis são definidos pelo maior ou menor grau de compromisso assumido pelas empresas.

Esses compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

⁸ Valor Econômico, 2005

A premissa básica dos segmentos especiais é de que boas práticas de governança corporativa têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco.

A redução do risco gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as empresas, cujas necessidades de investimento aumentaram com a abertura da economia e a globalização.

Segundo Rafael La Porta e outros professores da Universidade de Harvard em seu estudo, “Legal Determinants of External Finance”⁹, elaborado em 1997, quanto mais rígida a regulamentação de um país em termos de proteção aos direitos dos acionistas, mais forte é o seu mercado acionário.

Com base nos dados de 49 países, o citado estudo aponta que indicadores do grau de desenvolvimento do mercado, como capitalização do mercado/PIB, número de empresas/milhão de habitantes e número de aberturas de capital/milhão de habitantes, são mais sólidos nos países onde os acionistas minoritários contam com maiores garantias.

BENEFÍCIOS

A decisão das empresas listadas na Bovespa de migrarem para os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa traz benefícios aos investidores, a elas próprias e fortalece o mercado acionário como alternativo de investimento.

INVESTIDORES

- Maior precisão na precificação das ações;
- Melhora no processo de acompanhamento e fiscalização
- Maior segurança quanto aos seus direitos societários;
- Redução de risco.

EMPRESAS

- Melhora da imagem institucional;
- Maior demanda por suas ações;

⁹ Bovespa – Publ. Níveis diferenciados de Governança Corporativa

- Valorização das ações;
- Menor custo de capital.

MERCADO ACIONÁRIO

- Aumento de liquidez;
- Aumento de emissões;
- Canalização da poupança na capitalização das empresas.

COMPANHIA NÍVEL 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com o *free float*. Dentre as principais práticas destacam-se¹⁰:

- Circulação mínima de ações representando pelo menos 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações que favoreça a dispersão do capital
- Maior transparências nas informações prestadas nos ITRs (Informações trimestrais) entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia em que sejam parte os acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

COMPANHIA NÍVEL 2

Para aceitação no Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa, além de atender às mesmas exigências definidas para as Empresas que fazem parte do Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. São eles:

¹⁰ Bovespa – Níveis de Governança Corporativa

- Conselho de administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de 1 (um ano);
- Balanço anual seguindo as normas do US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ou IAS (*International Accounting Standard*);
- Extensão para os acionistas minoritários detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores em caso de venda de controle, e de no mínimo 70% deste valor para os preferencialistas;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Todas essas regras estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a BOVESPA.

NOVO MERCADO

O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis. Um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico. É nele que empresas encontram uma alternativa viável para financiar sua expansão.

Nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos feitos por companhias de capital aberto no Brasil foram tomados no mercado acionário. O restante veio de empréstimos bancários ou foi suportado com capital próprio, gerado pelos lucros obtidos com a atividade empresarial¹¹.

O fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com aumento do investimento e criação de empregos diretos e indiretos.

¹¹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – consulta em fevereiro de 2005

O mercado acionário brasileiro é hoje uma pálida sombra do que poderia representar em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias são apontadas como principais causas desse cenário. Trata-se de um ambiente que facilita a multiplicação de riscos.

O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão, criado em 1997¹², o Novo Mercado é um segmento da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação.

Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as boas práticas de Governança Corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

¹² Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – fevereiro de 2005
Bovespa – Níveis diferenciados de Governança Corporativa

A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da empresa seja integralmente composto por ações ordinárias. São exigidos também, alguns dos mesmos compromissos assumidos pelas empresas que aderem ao Nível 2 da Bovespa. Além dessa exigência, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigação adicional:

- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação no Novo Mercado;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

- Cia Concessões Rodoviárias – CCR Rodovias
- Cia Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp
- CPFL Energia S.A. - CPFL Energia
- Diagnósticos da América S.A.- DASA
- Grendene S.A. – Grendene
- Natura Cosméticos S.A. – Natura
- Porto Seguro S.A. – Porto Seguro
- Renar Maças S.A. – Renar
- Submarino S.A. – Submarino
- Obrascon Huarte Lain Brasil S.A. – OHL BRASIL

TAG ALONG

O *tag along* é previsto na Lei 6.404/76 (Lei das S.A.s) com as alterações promovidas pela lei 10.303/01, e em seu artigo 254-A, assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos outros acionistas detentores de ações com direito a voto.

A lei assegura no mínimo 80% do valor oferecido pelo poder de controle aos acionistas ordinários minoritários. Entretanto, diversas companhias não só aprovaram em Assembléia Geral Extraordinária o aumento para 100% do valor recebido pelo controle, como estenderam em parte ou até mesmo integralmente tal benefício para os acionistas detentores de ações preferenciais. Alguns exemplos de empresas que estenderam tal benefício:

| Companhia | Segmento de Listagem | Tag Along Ord % | Tag Along Pref % |
|--------------------------|----------------------|-----------------|------------------|
| América Latina Logística | Nível 2 | 100 | 100 |
| Bradesco | Nível 1 | 100 | 80 |
| Braskem | Nível 1 | 100 | 100 |
| GERDAU MET | Nível 1 | 100 | 100 |
| WEG | Nível 1 | 80 | 80 |
| Suzano Petr | Nível 2 | 100 | 80 |

CÂMARA DE ARBITRAGEM

A Câmara de Arbitragem do Mercado, objetiva oferecer um foro adequado para a solução de conflitos nas questões relativas ao mercado de capitais, e em especial as de cunho societário. São atingidos pela Câmara as companhias listadas no Novo mercado e no Nível 2 da Bovespa.

No Brasil, o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem. Essa possibilidade está prevista na Lei das S/A (parágrafo terceiro do artigo 109 da Lei 6.404/76, e alterações trazidas pela Lei 10.303/01).

A solução arbitral é obtida muito mais rapidamente do que a solução buscada através do poder Judiciário, tendo em vista que a Lei da Arbitragem (9.307/96) estabelece que a decisão do conflito deverá ser proferida no prazo máximo de 180 dias. Uma das vantagens, é que os árbitros são profissionais especializados, que conhecem profundamente o mercado de capitais e as matérias relacionadas, tendo condições de avaliar integralmente as questões e em muitas das vezes eliminando a realização de periciais.

A decisão proferida na Câmara de Arbitragem do Mercado é definitiva, não cabendo recurso à Comissão de Valores Mobiliários – CVM ou a qualquer outro órgão.

GESTÃO DE RISCOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Todas as discussões sobre “políticas de boa governança”, sugerem políticas de transparência e segurança. A gestão eficiente de riscos é, condição fundamental para uma boa política de Governança Corporativa.

A prática da gestão de riscos é, entretanto, ainda muito incipiente no universo corporativo brasileiro, o que dificulta a comunicação entre a Diretoria e o Conselho de Administração. Segundo Ana Maria Diniz, do grupo Pão de Açúcar o “fortalecimento do Conselho de Administração é fundamental para o fechar o *gap* entre a intenção potencial e performance atingida. Isto por que, os Membros do Conselho não conseguem identificar riscos e oportunidades do negócio e não são capazes de formular estratégias para maximizar resultados e minimizar risco¹³.

Segundo Eduardo de La Rocque e Alexandre Lowenkron¹⁴ a relação entre gestão de riscos e governança corporativa vem sendo ressaltada por diversos órgãos como o Federal Reserve, a SEC e, no caso brasileiro, o IBGC¹⁵, que na 3ª versão do seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa defende que empresas de boa governança devem assegurar-se de que a Diretoria identifique preventivamente e liste os principais riscos aos quais a organização está exposta, indicando a probabilidade de que eles venham a ocorrer e

¹³ 4º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) – Publ. Relações com Investidores nº 77

¹⁴ Publ. Relações com Investidores nº 77

¹⁵ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

os custos para preveni-los. Este processo deve estar baseado em práticas sistemáticas de gerenciamento de riscos, aprovadas e revistas regularmente pelo Conselho.

Os riscos corporativos podem ser classificados como riscos de negócios (demanda, marketing, tecnológico), riscos de eventos (legal, de reputação e regulamentação) ou riscos financeiros.

O desenvolvimento quantitativo financeiro já permite que se estime com precisão a real exposição da empresa a fatores de risco financeiro. É possível saber quais são os fatores geradores dos riscos, ou seja, quanto do risco se deve à exposição ao câmbio, quanto se deve à exposição a determinada *commodity*, quanto se deve à estrutura a termo da taxa de juros, etc. Essas informações são fundamentais para as decisões financeiras e estratégicas das empresas, como por exemplo a definição de uma política de *hedge*, e também para a melhora da comunicação entre as relações de proprietário-gestor e controlador-minoritário. É importante que existam mecanismos que levem a uma convergência de incentivos, evitando qualquer tipo de atitude de desvio que leve a expropriação de uma parte pela outra.

A principal razão pela qual gestão de riscos financeiros pode desempenhar um papel na Governança Corporativa é o controle interno, a fim de evitar que desastres financeiros como os que ocorreram com o Banco Barings, Worldcom, Parmalat, entre outros se repitam.

RELAÇÕES COM INVESTIDORES

As empresas buscam de forma incessante mais do que nunca o aumento do seu valor como investimento. A pressão sobre as administrações por melhores resultados e retornos aos acionistas, e a busca por capital a custos baixos para crescer e sobreviver a cada vez maior competição no mercado globalizado, obrigou as empresas a estreitar o relacionamento com seus investidores sejam eles do porte que sejam¹⁶.

Além de todos os benefícios concedidos aos investidores nos diversos níveis de governança corporativa estabelecidos pela Bovespa, é notório o aumento pelas empresas da utilização da tecnologia da informação de forma a diversificar os canais de comunicação com seus efetivos ou potenciais investidores, bem como o mercado de um modo geral.

¹⁶ Relações com Investidores - Mahoney

Grande parte das empresas com ações negociadas na bolsa disponibilizam em seus *sites* na internet, área exclusiva de relações com investidores, onde são disponibilizados dados econômicos, financeiros e societários, que agora estão à disposição de qualquer pequeno investidor.

Os investidores medem o êxito na escolha das ações na base do retorno total, o qual é representado pela combinação da valorização do preço das ações (o chamado ganho de capital) e o retorno com dividendos. Se em um determinado ano uma ação valoriza 10% e distribui mais 10% em dividendos e juros sobre capital próprio, o retorno total do acionista naquele ano foi de 20%. Há empresas que por estarem já em uma fase madura de seus investimentos podem distribuir 100% do lucro ou mais.

Em alguns casos como a CSN a necessidade de liquidar compromissos por parte do controlador, tem feito com que a empresa seja uma das maiores pagadoras de dividendos na Bovespa. Por outro lado, há empresas como as de telecomunicações em que devido a grande necessidade de capital para investimentos em novas tecnologias, os percentuais de dividendos distribuídos quase sempre estão dentro daquele definido em lei. Tal situação ocorre basicamente e principalmente nas operadoras de celulares dada a rápida atualização na tecnologia.

Escândalos Corporativos e Boas Práticas de Governança

A série de escândalos corporativos observados desde setembro de 2001, envolvendo empresas como a Tyco, Enron, Parmalat, Skandia e WorldCom, para não falar dos Bancos Nacional e Econômico no Brasil, permitiram identificar diversas formas de abuso e colocaram a governança corporativa na pauta das principais preocupações de empresas, governos e investidores.

Entre os vários tipos de irregularidades verificamos fraudes contábeis; empréstimos para administradores; *insider trading* e evasão fiscal. Em todos os casos as bases da governança corporativa não foram respeitadas, notadamente quanto a transparência e prestação de contas (*accountability*).

Fato é que não basta possuir Conselho de Administração e Fiscal, Auditoria Independente e Interna. É necessário que tais organismos funcionem adequadamente e que os preceitos legais sejam rigorosamente seguidos.

Um dos principais pontos de descasamento entre interesse do investidor e dos executivos que comandavam as citadas empresas era a forma de remuneração através de *stock options*. Favoreceu-se a valorização da *stock performance* em detrimento da *corporate performance*.

Obviamente, maior *disclosure* interessa apenas às boas empresas, de vez que os potenciais investidores terão acesso a informações que permitirão associá-las a um risco relativamente menor e, conseqüentemente, captar recursos a preços inferiores à média do mercado.

As boas regras de governança visam mitigar o risco de abuso de poder por parte de executivos ou dos controladores.

Sistemas de controle em companhias de capital aberto

Nas companhias de capital aberto, os sistemas de controle são chamados de estrutura de governança corporativa e emergem justamente para procurar resolver o problema oriundo da separação entre propriedade e controle das corporações. Tais sistemas de controle podem ser entendidos como processos e estruturas usados para supervisionar os negócios de uma empresa. (MCCconomy, 2000).

Embora o surgimento desses sistemas de governança tenha por finalidade a redução de custos promovidos pela separação entre propriedade e controle e pela conseqüente preocupação em garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com os interesses dos acionistas, os sistemas não se resumem apenas a procedimentos e processos adotados pelos conselhos de administração, pois não se deve esquecer que qualquer modelo também lidará com problemas relativos às trocas contratuais entre agentes econômicos.

Entretanto, sua eficácia extrapola os efeitos sobre relações existentes entre os diversos interessados nas empresas, representando impactos efetivos sobre a estabilidade econômica dos países, em especial daqueles com mercados de capitais em desenvolvimento. Sistemas adequados de governança corporativa podem ser muito eficientes para alocação de recursos nas economias, uma vez que, se esses mecanismos permitirem o efetivo monitoramento da gestão das empresas, torna-se possível reduzir o espaço para uso adequado de recursos de toda ordem, em especial financeiros. (Rabelo, 2001).

A globalização dos investimentos financeiros e os avanços nos sistemas de comunicação possibilitaram aos investidores descolar seus recursos, a qualquer tempo, para toda parte do mundo, sempre em busca de oportunidades de investimento, diminuindo, com isso, o fluxo de recursos de longo prazo. (OECD – Organization for Economic Co-operation and Development, 2001).

Como tem sido necessário às empresas atrair e reter capital de longo prazo junto a investidores locais e estrangeiros, a OECD (2001) vem encorajando os governos a criarem ambientes regulatórios e legais apropriados ao desenvolvimento de ações, bem como empresas que melhorem o processo de governança local. Devem ser ambos reconhecidamente confiáveis a fim de assegurar direitos legais aos acionistas e provê-los da capacidade de obtenção de recompensas na hipótese de tais direitos serem violados.

Sistemas de governança com reconhecida credibilidade protegem os investidores quanto à transparência e ética das empresas nas quais estão investindo e, por outro lado, facilitam o acesso a capitais de longo prazo. No caso de países emergentes, torna-se possível a captação de recursos junto a investidores que buscam oportunidade de ganhos fora de seus mercados domésticos.

A atuação de grandes investidores internacionais que reconhecem a correlação existente entre efetiva governança – respeito aos direitos dos acionistas, transparência corporativa, prestação de contas por parte dos executivos – e risco de investimento também gera pressões por melhorias nos sistemas de governança nos países nos quais pretendem investir. Em 2002 a MC Kinsey realizou uma pesquisa junto a investidores institucionais, verificando que 30% dos que responderam a pesquisa, evitariam investir em países com sistemas de governança não direcionados à geração de valor aos acionistas¹⁷.

Em pesquisa realizada por Demsetz e Lehn (apud Siqueira, 1998), identificou-se que fatores como regulação dos mercados, tamanho das empresas e instabilidade de resultados podem determinar o grau de concentração do controle acionário das empresas¹⁸.

A instabilidade de resultados e dos mercados de capitais provoca o aumento da concentração da propriedade, reduzindo a liberdade de monitoramento dos administradores pelo exercício de sistemas de controle corporativo interno por parte dos acionistas.

¹⁷ Publ. Relações com Investidores nº 77/79

¹⁸ Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto, dezembro de 1998

Na pesquisa realizada, com base em uma amostra de 511 empresas norte-americanas, verificou-se que a regulação de mercados apresentou efeito negativo sobre o grau de concentração da propriedade, ou seja, a definição de regras de atuação contribui para o aumento da dispersão do controle acionário em função da redução das incertezas, enquanto que o porte das empresas reflete negativamente sobre a concentração da propriedade entre as companhias norte-americanas, quando essas aumentam de tamanho.

Prowse (apud Rabelo, 1999) afirma que as diferenças existentes entre os ambientes legais e regulatórios dos países afetam o grau em que é possível manter a posse concentrada de obrigações financeiras de uma empresa, sejam participações acionárias, sejam financiamentos concedidos, o que, conseqüentemente, afeta os sistemas nacionais de governança corporativa.

Para Monks (2001), a comparação entre os sistemas de governança corporativa entre nações somente é possível se forem verificados os fundamentos legais existentes e suas aplicações.

La Porta (1998) sustenta que o grau de proteção oferecido pelos sistemas legais aos acionistas é uma das principais fontes para a dispersão da propriedade e para geração de liquidez em mercados de capitais, contribuindo para o melhor entendimento acerca dos modelos de governança existentes em diversos países.

CONCLUSÃO

Ao longo do presente trabalho, objetivamos demonstrar os avanços que ocorreram e vem ocorrendo nos Mercados de Capitais, particularmente em virtude das práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas.

Procuramos também apresentar um trabalho didático, que possa ser utilizado de forma a entender a cronologia dos acontecimentos ligados à governança, a evolução por que vem passando o mercado de capitais brasileiro, os problemas ocorridos em nosso mercado e no mundo, bem como as soluções que vêm sendo implementadas aqui e no exterior, de forma que no final haja um fortalecimento do mercado como um todo.

Particularmente com respeito ao mercado brasileiro, foram feitas diversas alterações que objetivaram a dar maior transparência e confiabilidade às empresas, o que acaba retornando em valor para os acionistas. Gerar valor para todos os acionistas, e não somente para os acionistas controladores, têm se constituído no maior desafio e um dos objetivos finais da governança corporativa.

A partir das alterações introduzidas pela Lei 10.303/01, com o advento da Lei 6.404/76, passando pela criação dos Níveis de Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa -, o mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado de ações, vem paulatinamente se recuperando do grande esvaziamento ocorrido, notadamente na década de 90.

Há uma maior transparência por parte das empresas, e uma busca pelo investidor comum. Atrair a poupança privada tem sido uma preocupação constante das empresas, da Bovespa, e de todos os atores envolvidos no mercado brasileiro.

É nítida essa busca de qualidade pelas empresas, e isso tem sido notado pelas ofertas públicas ocorridas na Bovespa em 2004 e nesse início de 2005. Na busca de melhores práticas de governança corporativa e geração de valor aos acionistas a maioria esmagadora das ofertas públicas ocorreram no Novo Mercado que conforme foi exposto no presente trabalho, apresenta um maior grau de proteção ao acionista no mercado brasileiro.

A resposta do investidor a essa maior transparência e garantia dada nessas ofertas públicas, tem sido a surpreendente procura pelos papéis dessas empresas, onde recorrentemente tem havido rateio dos papéis ofertados, em virtude de uma oferta menor do que a demanda pelos mesmos. O mercado só está reagindo positivamente ao amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, ocorrido recentemente.

Com relação aos escândalos corporativos ocorridos no Brasil e no Exterior, se por um lado trazem desconfiança, por outro lado sempre produzem benefícios e garantias aos investidores.

O acesso à informação, disponibilizado pelas empresas através de seus *sites* de relações com investidores, vêm aproximando ainda mais o investidor das empresas, gerando transparência e dando oportunidade de que cada vez mais pessoas possam investir com um maior grau de confiabilidade.

Muitos avanços ocorreram e em um mundo em constante transformação é preciso estar sempre atento às novas oportunidades e é imprescindível que através de práticas de Governança Corporativa cada vez mais transparentes e voltadas para geração de valor aos acionistas, as empresas busquem a comunhão de ideais com àqueles que nelas investem.

BIBLIOGRAFIA

BOVESPA – Novo Mercado, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa; Câmara de Arbitragem, Tag Along. Informações disponíveis em www.bovespa.com.br

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES
www.bndes.gov.br

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – www.cvm.gov.br

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Informações disponíveis em www.ibgc.org.br

JORNAL VALOR ECONÔMICO – consultas diárias: 2004, 2005

LAMEIRA, V.J. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro; Forense Universitária, 2001

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. *Law and Finance. In: Journal of Political Economy, United States, 1998*

MAHONEY, WILLIAM F. **Relações com Investidores**, Rio de Janeiro; IMF editora Ltda, 1997

MCKINSEY E COMPANY. Panorama de Governança Corporativa do Brasil, 2001

MILLSTEIN, Ira M.. *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets. França: OECD, 1998.*

MONKS, Robert A.G., MINOW, Nell. *Corporate Governance, United States, 2001*

OECD *Organization for Economic Co-operation and Development. Principles of Corporate Governance, 2001* – www.oecd.org

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. Estruturas de Governança e Governança Corporativa: Avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. IE/UNICAMP nº 77, 1999

RI – RELAÇÕES COM INVESTIDORES – N°s 29 , 77 e 79