

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis

Danielle do Amaral Seco

O valor da governança corporativa

Rio de Janeiro, 2009

Danielle do Amaral Seco – DRE 105049466

O valor da governança corporativa

Este trabalho é a parte final da disciplina Monografia, pertencente à grade curricular do curso de Administração de Empresas, da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Orientador	Prof. Uriel de Magalhães
-------------------	--------------------------

Rio de Janeiro
2009

Danielle do Amaral Seco – DRE 105049466

Governança Corporativa

Este trabalho é a parte final da disciplina Monografia, pertencente à grade curricular do curso de Administração de Empresas, da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Membros da banca:

Orientador:

Prof. Uriel Magalhães

Examinador:

Prof. Henrique Westenberger

Rio de Janeiro, 15 de novembro de 2009

Agradecimentos

À minha família pela paciência e apoio.

Ao professor Uriel Magalhães pela sua atenção e, principalmente, por ter aceitado meu convite em ser meu orientador de monografia mesmo passando por um momento atribulado.

À todas as pessoas que direta e indiretamente, fizeram parte da minha vida acadêmica.

Resumo: Os grandes escândalos financeiros, envolvendo diversas corporações nos EUA, escândalos bancários e os casos Enron, World Com e Parmalat que causaram prejuízos enormes ao mercado, despertaram a atenções da sociedade em geral para a relevância do estudo da governança corporativa. Todos estes eventos ressaltaram a importância de práticas institucionais que enfatizam a transparência, a ética e a segregação de funções nas empresas. A solução para o conflito de agência e o aprimoramento dos mecanismos de gestão está no cerne do debate sobre o tema. No Brasil, a discussão é mais recente. No país, ainda predomina a gestão familiar e pouco profissionalizada. Este estudo tem por objetivo apresentar alguns estudos que tiveram por finalidade buscar evidências empíricas que corroborem com a afirmação de que a governança corporativa é benéfica para a performance das empresas.

Palavras-Chave: Governança Corporativa, performance da empresa, Conflito de agência.

Listas de gráficos

Gráfico 1: Evolução do IGC e IBOVESPA

Gráfico 2: Estrutura de financiamento e valor da empresa

Lista de tabelas

Tabela 1: Desenvolvimento de capitais x Direitos dos investidores

Tabela 2: Características dos Sistemas de Governança Corporativa

Lista de figuras

Figura 1: O problema de agencia e a governança corporativa

Figura 2: Vácuo entre a Governança e as atividades de controle

Figura 3: A estrutura do COSO

Figura 4: Estrutura de capital da empresa

Figura 5 : Custo médio ponderado de capital –WACC

Figura 6 : Desempenho previsto no valor das companhias

Listas de siglas

<u>ADR's</u>	American Depositary Reciepts
BACEN	Banco Central do Brasil
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFPs	Demonstrações Financeiras Padronizadas
GC	Governança Corporativa
IANs	Informações Anuais
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
IPO`s	oferta inicial de ações (termo em inglês)
ITRs	Informações Trimestrais
OTRN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
WACC	Custo ponderado de capital

Sumário

1) Introdução	9
1.1. Relevância	11
1.2. Objetivos	12
1.3. Delimitação do tema	12
1.4 Estrutura do Trabalho	14
2) Mercado de capitais e seus marcos legais	15
3) A governança corporativa	23
3.1 Conceito	23
<i>Teoria da Agência</i>	26
3.2 Governança Corporativa no mundo	28
3.3 Mecanismo de Governança Corporativa	29
<i>Lei Sarbanes-Oxley – Um exemplo de mecanismo de controle</i>	32
3.4 Governança Corporativa no Brasil	39
4) O valor da governança corporativa	48
5) Considerações finais	54
6) Referência bibliográfica	56
7) Glossário	60

1) INTRODUÇÃO

Especificamente no caso brasileiro, sua economia tem passado, nos últimos anos, por profundas mudanças na estrutura de propriedade e gestão de suas principais empresas. As relações antes estáveis por se tratar, muitas vezes, de empresas familiares e estatais, na qual, as figuras do acionista e administrador não eram bem definidas, começou a conflitar quando surgiram as privatizações e a entrada de novos sócios, principalmente, de investidores estrangeiros provocando assim, uma reestruturação societária.

Essas mudanças, se, por um lado, facilitam o acesso a novos financiamentos e promovem a modernização da gestão, por outro, devido à tendência de separar propriedade e gestão mais nitidamente, criam um problema de monitoramento das relações entre os acionistas e os administradores (LETHBRIDGE, Eric. 1997). Do ponto de vista dos acionistas, uma gestão profissionalizada implica delegar autonomia aos administradores, tornando-se inevitáveis o desalinhamento de interesse decorrentes da nova separação de poderes. Esta divergência de interesses é conhecida como conflito de agência.

E é este o foco principal da Governança Corporativa. Ao administrar os negócios com transparência, amenizam-se os conflitos de agência que surgem pela divergência de interesses entre o principal e o agente, facilitando um alinhamento quase automático dos interesses das duas partes através da institucionalização de mecanismos para reaproximá-los.

Na medida em que se envolvem pressões para maior integração e inserção comercial entre diferentes empresas e, também, entre países, é de se supor que o tema Governança Corporativa seja indispensável para o processo de desenvolvimento econômico do mercado de capitais. Com a globalização e o forte fluxo de capital externo para o Brasil, tanto direto como indireto, fica evidente a necessidade da adequação de nossa legislação. Com o objetivo de criar mecanismos que permitam a adesão voluntária das organizações às práticas de GC, a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa - implantou em dezembro de 2000 os níveis diferenciados de Governança Corporativa, os níveis 1, 2 e Novo Mercado, que são importantes alternativas às reformas legislativas. A premissa básica é que a adoção dessas medidas seria traduzida em maior credibilidade ao mercado, aumentando o volume de negociações, melhorando o preço e reduzindo a volatilidade das ações.

De acordo com Martins (2004), a governança corporativa tornou-se um diferencial para que as instituições brasileiras alcançassem investimentos externos a custos competitivos.

1.1. Relevância

A governança corporativa está relacionada à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas que são os: clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros, chamados de *stakeholders*. Sua idéia central está baseada em mecanismos de solução para o conflito de agência, conseqüente da assimetria informacional e conflito de interesses entre as partes envolvidas.

A implementação das boas práticas de governança corporativa possibilita uma gestão mais profissionalizada e transparente, diminuindo a assimetria informacional, minimizando o problema de agência, procurando convergir os interesses de todas as partes relacionadas, buscando maximizar a criação de valor na empresa.

Diversos estudos empíricos atestam a importância do tema e tenta quantificar o valor da governança corporativa. Um destes estudos foi conduzido pela McKinsey Company (o mais conhecido sobre o valor da governança corporativa) e publicado em junho de 2000. Foram entrevistados diversos investidores na Europa, Ásia e América Latina. A proposta da pesquisa é saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa e de quanto seria esse “prêmio” pela boa governança.

De acordo com os resultados, mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa. Sendo que três quartos (3/4) dos investidores consideram a governança tão importante quanto ao desempenho financeiro da companhia. Na América Latina, quase a metade dos

analisados considera a governança mais importante que o desempenho financeiro. O prêmio pela boa governança varia de 18% a 28%, demonstrando que a melhora nas práticas de governança pode trazer um aumento significativo no valor da ação da companhia no mercado. (MCKINSEY, 2000)

Todos esses estudos empíricos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governança corporativa no cotidiano das empresas.

1.2. Objetivos

Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo ratificar a importância de práticas corporativas e demonstrar o valor da governança corporativa em qualquer empresa.

1.3. Delimitação do tema

O dilema resultante da separação entre a propriedade e o controle, assim como os custos derivados desses conflitos, fizeram surgir um modelo de gestão denominado de governança corporativa, que prima pela transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa.

Segundo a OCDE ¹ (1999, p. 5), a governança corporativa é definida como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de

¹ Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Além disso, define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.

Na literatura, é comum encontrar o conceito de governança ligado à esfera privada, indicando uma “nova forma de aperfeiçoamento da gestão [...] com o objetivo de dar maior visibilidade e transparência às decisões da organização, tornando-as mais confiáveis” (BERNARDES, 2003, p.33).

Para LA PORTA e outros (1999, p. 6), a governança representa uma série de mecanismos através dos quais os acionistas (*shareholders*) se protegem contra expropriação por parte dos diretores (*insiders*).

Sob essa ótica, a Governança Corporativa pode ser vista como uma forma de aperfeiçoamento do gerenciamento, diretamente ligada às questões da profissionalização da gestão e do esforço das organizações em apresentar maior clareza e transparência das ações dos administradores. Vista sob o ângulo do agenciamento, pode-se considerá-la como um conjunto de mecanismos que visam amenizar o conflito entre agente e principal (BERNARDES, 2003).

Ainda sobre o ponto de vista teórico do autor Bernades (2003, p 40) o termo, está associado a um “*guarda chuva*” que, sob a égide da Teoria das Organizações, busca abarcar contribuições da Economia, da Sociologia e do Direito Contratual. De acordo com CERDA (2000, p. 2), um sistema de governança corporativa possui dois objetivos essenciais:

1. Prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração da empresa, visando a maximização de valor;
2. Estabelecer responsabilidades e outros tipos de salva-guardas para evitar que os gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor

em detrimento aos acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*).

Em resumo, Governança Corporativa se refere a uma série de restrições aplicadas aos administradores, por eles mesmos ou pelos investidores, com o objetivo de evitar a má alocação dos recursos organizacionais (SHLEIFER; VISHNY, 1997, *apud* OKIMURA, 2003).

1.4 Estrutura do Trabalho

Após a introdução, na seção 2 faz-se uma breve relato da história do mercado de capitais brasileiro e seus principais marcos legais. Já na seção 3 apresenta-se a vasta literatura do tema governança corporativa, e, portanto, tenta-se de uma forma didática e objetiva delimitar o tema para o assunto-objeto desta monografia. A seção 4 expõe os estudos elaborados que associam positivamente a governança corporativa e desempenho das empresas, os quais, são retomados na seção 5, destinada à conclusão.

2) MERCADOS DE CAPITAIS E SEUS MARCOS LEGAIS

Em uma esfera econômica de crescente inflação e uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, com a chamada Lei da Usura², os brasileiros do final da década de 50, preferiam investir em ativos imóveis considerados mais seguros, desviando suas aplicações em títulos públicos ou privados, o que limitou o crescimento do mercado de capitais.

Tal situação começou a ser modificada quando, em abril de 1964, o Governo deu início a um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais a reestruturação do mercado financeiro, momento em que novas leis foram editadas. A lei nº 4.537/64 figurava entre as de maior acuidade para o mercado acionário, e, através da criação das ORTN³, instituiu a correção monetária. Não obstante, a Lei nº 4.595/64 - lei da reforma bancária-, restabeleceu todo o sistema nacional de intermediação financeira criando, ainda, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. Importa também ressaltar a importância da lei nº 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

O movimento especulativo, denominado "boom de 1971", teve breve permanência. No entanto, deixou como marcas um mercado abatido, manchando de forma duradoura a reputação do mercado acionário.

Dentro desse quadro e, na tentativa de recuperação do mercado acionário, em

² Denominação informal atribuída, no Brasil, à legislação que define como sendo ilegal a cobrança de juros superiores ao dobro da taxa legal ao ano (atualmente a taxa SELIC) ou a cobrança exorbitante que ponha em perigo o patrimônio pessoal, a estabilidade econômica e sobrevivência pessoal do tomador de empréstimo. Fonte: Wikipedia.

³ Sigla para obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional. Trata-se de um título público federal que circulou entre 1964 e 1986. Amplamente usado como indexador, a ORTN foi o primeiro título com cláusula de correção monetária.

1976, foram introduzidas duas novas normas legais: a Lei nº 6.404/76, que rege as Sociedades Anônimas e a Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma autarquia administrativa jungida ao Ministério da Fazenda, nos termos do art. 5º da Lei nº 6.385/76. Sua função primordial concentra-se na fiscalização das atividades do mercado de valores mobiliários⁴.

Com o passar do tempo, outros incentivos foram adotados, com o intuito de incentivar o desenvolvimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Em meados dos anos 90, com a entrada de capital estrangeiro graças a ampla abertura financeira e comercial, houve um significativo aumento do fluxo de capitais e este fato impôs alterações em nossa legislação, a fim de manter nosso mercado de capitais atrativo aos investidores estrangeiros. Diante de tal conjectura, aumentou-se a possibilidade de financiamento e a captação de recursos no exterior, contribuindo para o crescimento da economia brasileira, eis que houve um expressivo aumento do volume de investidores estrangeiros no mercado brasileiro.

Além do fato de algumas empresas nacionais atuarem no mercado externo, com o objetivo de se capitalizarem através do lançamento de valores mobiliários no exterior. A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas

⁴ Fonte: Portal do Brasil. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/cvm.htm>>. Acesso em 23 ago,2009

acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no Brasil, posto que o investidor estrangeiro, comparado com o investidor nacional, é bem mais participativo no controle da empresa, o que levou a clássica figura do “dono da empresa” obsoleta da realidade moderna⁵.

Outro fato que ajudou a inserção dos investidores estrangeiros no mercado financeiro nacional, foi a globalização, os investidores internacionais buscaram no Brasil uma oportunidade de investimentos. Nosso país, em comparação a outros países emergentes, tem uma alta liquidez o que fez com que o mercado nacional se tornasse atrativo para capitais de curto prazo despreocupados com questões como dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Em resumo, as práticas de Governança Corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores.

No entanto, o grande progresso se deu em 1999 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que objetivava divulgar as boas práticas de governança no país. Em 2000, o IBGC publicou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, versando sobre os temas mais atualizados, representando um grande passo no aprimoramento nas relações corporativas no país.

As alterações ocorridas tocam em alguns temas fundamentais do direito societário, em especial no que diz respeito às companhias abertas, alguns dos principais marcos legais sobre o mercado financeiro são destacados a seguir:

Em 2001, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas foi um ponto essencial para que o mercado de capitais desenvolvesse as políticas de “boas

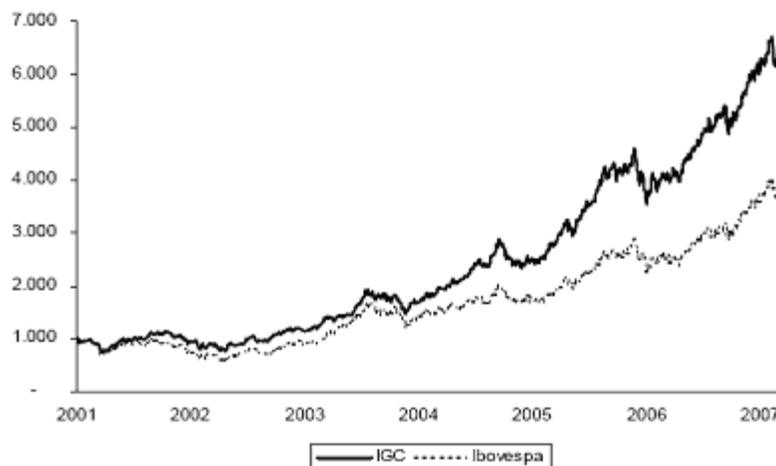
⁵ Ainda reforçando as tendências de inutilidade da figura de "dono da empresa " e do investidor estrangeiro habituado com boas práticas de governança corporativa, o processo de privatização dos anos 90 resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais.

práticas”. O que serviu de embasamento para a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) desenvolver uma cartilha com o escopo de nortear nos assuntos que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A reformulação da Lei das S.A., a partir de 2001, foi um importante marco para que o mercado de capitais brasileiro iniciasse os primeiros passos na prática de políticas de boa governança.

Em julho de 2001, a BOVESPA começa a divulgar o IGC – Índice de ações – com Governança Corporativa diferenciada, cujo objetivo é medir o desempenho de carteiras compostas por ações de empresas que estão listadas nos Níveis Diferenciados ou no Novo Mercado (BOVESPA, 2005).

Abaixo, um gráfico que demonstra a evolução do IGC frente ao IBOVESPA no período de 02/07/2001 até 31/08/2008.

Gráfico 1 - Evolução do IGC e IBOVESPA



Fonte dos dados brutos: BOVESPA

Kozlowski (2004) enfatiza que as mudanças observadas na Lei das S.A. são

ainda modestas no sentido de proporcionar incentivos aos minoritários. Esse ponto de vista fica mais claro ainda ao citar Salomão Filho:

Não é de espantar, portanto, que o perfil típico do minoritário brasileiro seja o do especulador, que entra na sociedade já com a perspectiva e expectativa da saída. Não apenas ao minoritário não é dado qualquer direito a participar da sociedade, como é forte o estímulo para que saia.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. Pensando neste fato, algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas. E em dezembro de 2000, BOVESPA, implantou os níveis diferenciados de governança corporativa, criando o novo mercado e os níveis 1 e 2 de governança corporativa visando revitalizar o mercado brasileiro, aperfeiçoar a regulamentação e melhorar as práticas de governança das empresas.

Em outubro de 2001, foi divulgado a Lei 10.303 cujo foco era tornar o mercado de capitais acessível ao pequeno investidor e assim diminuir a concentração acionária. Esta lei buscava alterações legais que beneficiasse os acionistas minoritários quanto a redução de riscos de investimentos e uma efetiva participação no controle da companhia. A inspiração fundamental era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor. Deste modo, era essencial, realizar práticas de governança que proporcionassem o tratamento igualitário de acionistas. Com esse objetivo são implantadas inovações como o *tag-along*⁶, novas regras para assento em conselho, o

⁶ É um mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma companhia que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma.

refinamento de questões de custódia, o limite de emissão de ações preferenciais em relação às ordinárias, a utilização da arbitragem como mecanismo para a solução de divergências entre os controladores e os acionistas minoritários, dentre outras.

As mudanças implementadas na Lei 10.303 associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores, como Bovespa, CVM e Banco Central do Brasil (Bacen), representam um marco importante no avanço das práticas de governança no país e mais especificamente do mercado de capitais. Tanto a experiência internacional - como a brasileira tem mostrado - os investidores tendem a preferir empresas com maior nível de governança, uma vez que representa menor risco para o capital (MENDES, André; VIEIRA, Solange, 2004). De acordo com estudos realizados por Nick Bradley, da Standard & Poor's Governance Services:

... in countries where higher investor protection measures existed, and where corporate governance standards were higher, the impact of economic crises was, relatively speaking, less. Studies in the US have examined the depreciation of currencies and the decline of the stock markets in a number of emerging economies during the Asian crisis of 1997-98. The studies revealed that countries with higher standards of investor protection were, relatively speaking, better insulated against market turmoil than those countries where investor protection laws were weak.

Em 1997, La Porta, em conjunto com Lopez-de-Silanes, Shlifer, e Vishny, publicaram um estudo procurando relacionar o desenvolvimento dos mercados de capitais em 49 países com o grau de proteção aos direitos dos investidores. A amostra teve como critério analisar as leis de cada país, seu sistema jurídico e o efetivo cumprimento das leis (*enforcement*).

A tabela 1 sintetiza os resultados deste trabalho.

Tabela 1:Desenvolvimento de capitais x Direitos dos investidores

<i>Direito dos minoritários</i>	<i>Capitalização / PIB</i>	<i>Empresa / MM hab.</i>	<i>IPO's / mm hab.</i>
25 % menores	0,19	12,05	0,14
50 % intermediários	0,39	20,03	0,97
25 % maiores	0,58	35,68	2,05

Como interpretação da tabela, os países com maior proteção aos direitos dos minoritários possuem uma maior capitalização de mercado, um maior número de empresas por milhão de habitante e também um maior número de IPO's (oferta inicial de ações) por milhão de habitante. Assim, pelo estudo pode-se concluir que quanto maiores forem as garantias dadas aos investidores, ou seja, maior governança corporativa, mais desenvolvido será o mercado de capitais do país, sendo mais fácil e mais barato a captação de recursos no mercado.

A demanda do mercado de capitais por transparência, tratamentos equânimes para os acionistas e uma estrutura de conselho adequada são pontos importantes a serem solucionados em prol do crescimento e da diversificação do sistema financeiro nacional.

Neste contexto, a Governança Corporativa se apresenta, como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos que são os acionistas, fornecedores, gestores, clientes, funcionário e a empresa. Segundo fonte do IBGC (2005), o aumento da transparência proposta pela governança, reduz para a empresa os custos de capitais em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estão dispostos a investir o que, conseqüentemente, impediria os

escândalos ocorridos em empresas norte-americanas e européias geradas por crises de credibilidade de registros.

3) A GOVERNAÇÃO CORPORATIVA

3.1 Conceito

O conceito de governança corporativa não é novo, apesar de ter se popularizado a partir da década de 1990. Nos anos 50 já se falava em governança corporativa, porém somente na década de 90 passou a ser conhecida mundialmente, inclusive com essa terminologia, pois em 1992 é lançado na Inglaterra o Código das Melhores Práticas da *Cadbury Commission*, conhecido como *Cadbury Report*. No Brasil, em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999 recebeu a denominação do IBGC, sendo divulgado em maio do mesmo ano o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa (SILVA, 2006).

De uma forma bastante abrangente, a G.C (governança corporativa) entende-se como “o conjunto de princípios e processos associados ao controle e administração das empresas, que tem no conselho de administração o ponto nevrálgico do sistema de governança, do qual também fazem parte os acionistas na qualidade de controladores, o executivo representado por fornecedores, clientes, funcionários, associações, credores, sindicatos, opinião pública, que também são partes integrantes do mercado de capitais”. (Economia & Gestão, 2002).

Vários autores estrangeiros já definiram o conceito de governança corporativa, entre as principais definições podemos citar:

Carvalho (2002):

“De maneira genérica, governança corporativa (ou governança empresarial) pode ser descrita como o conjunto de mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”

Professor e jurista Arnold Wald:

...significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, pois assegura a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, sejam representantes da maioria ou minoria. Através da governança corporativa cria-se a “democracia societária”, sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior de onipotência e poder absoluto e discricionário do controlador ou grupo de controle.

Shleifer e Vishny Apud Andrade, citados por Adriana Rosseti e Paschoal, José (2002, p.23):

... governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

La Porta *et al.* (2000):

“Governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”

Jensen (2001):

governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – apresentou a seguinte definição:

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002),

...a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital

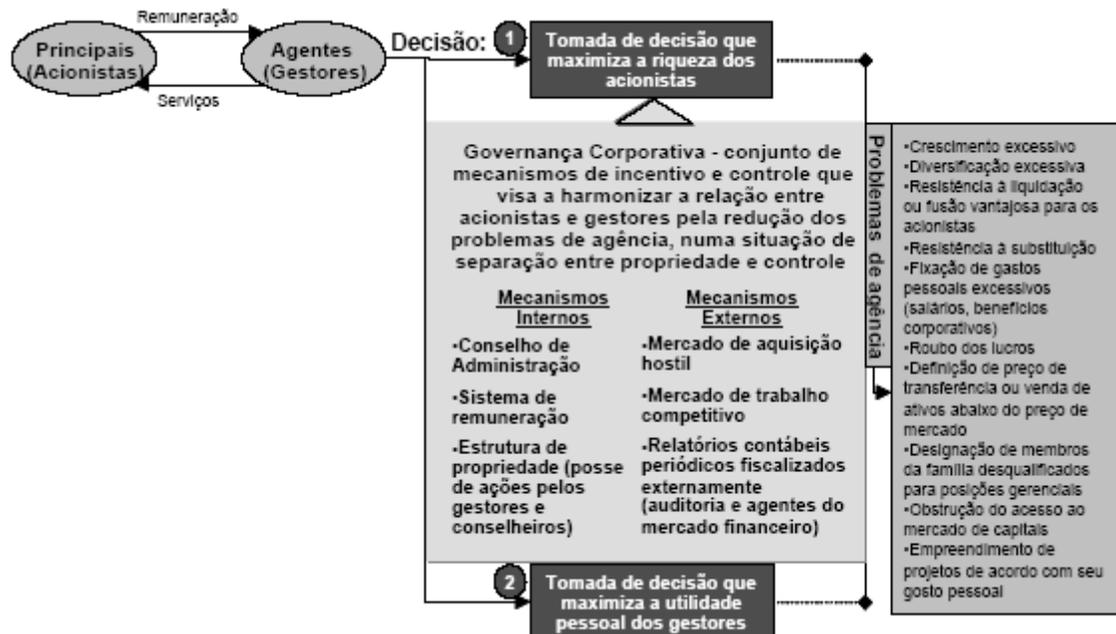
Uma forma simples de definir Governança Corporativa seria a qualidade e quantidade de comunicação com os usuários da informação.

Teoria da Agência

A origem deste conflito nasceu com o surgimento das grandes corporações que, promoveram alterações na estrutura física, financeira, patrimonial e de gestão, o que, conseqüentemente, separou o poder organizacional.

A separação entre o controle e a propriedade, através da figura do agente (administrador) e do principal (dono do capital) foi importante para suportar um novo perfil de organização, o controle acionário tornou-se pulverizado, requerendo, por seu porte e complexidade, uma gestão mais especialista. Os problemas estudados pela teoria da agência surgem quando: a) existe uma divergência de interesses entre as partes e cada uma delas prossegue os seus próprios objetivos e b) existem assimetrias de informação entre as partes. A figura abaixo simplifica e explica bem este conflito:

Figura 1: O problema de agencia e a governança corporativa



Fonte: Silveira et al (2003)

Os autores Jensen e Meckling (1976) – primeiros a tratar sobre este assunto – definem a relação agente-principal como "um contrato no qual uma ou mais pessoas - o *principal* - engajam outra pessoa - o *agente* - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente".

Os acionistas, agora, distantes do controle, tinham que se certificar que, de alguma forma, as decisões determinadas pelos administradores estavam alinhadas com seus interesses. A caracterização do problema da agência é desenvolvida, pelos autores Shleifer e Vishny (1997) como:

“O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?”.

Visto que, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, mesmo que este tenha delegado ao agente especializado o poder de decisão sobre sua propriedade, os gestores podem tomar decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e, não, a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual foram contratados.

Uma vez que a separação entre controle e propriedade se tornou uma realidade na relação entre os acionistas e gestores, novos mecanismos de monitoramento e controle foram demandados e, conseqüentemente, custos.

Os custos de agência são custos em que os acionistas incorrem para alinhar seus interesses aos interesses de seus administradores, limitando assim, as divergências. Para os autores Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

1. custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Como uma forma de resposta a esse conflito, melhores práticas de governança corporativa nasceram a fim de evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores e minimizar a assimetria de informações existentes entre acionista e administradores.

3.2 Governança Corporativa no mundo

Segundo Bertero (2000), “como tudo que ocorre em administração, não há um modelo perfeito, todos eles têm suas forças e fraquezas”. Os principais modelos de Governança Corporativa foram adotados na Inglaterra, Estados Unidos (países Anglo-Saxão), Alemanha, Japão e Itália.

Uma síntese das características dos modelos de governança é demonstrada na tabela 2 a seguir:

Tabela 2: Características dos Sistemas de Governança Corporativa

	Anglo-Saxão	Alemão	Japonês	Italiano
Tipo de Sistema	Controle Externo	Controle Interno	Controle Interno	Controle Interno
Forma de Alavancagem de Recursos	<i>Equity</i>	Débito	Débito	Débito
Foco da Governança	Mercado de Capitais	Corporações	Rede de Transações	Família
Controle Acionário	Disperso	Concentrado (Bancos)	Concentrado (<i>Keiretsu</i>)	Concentrado (Família)
Propriedade e Gestão	Separação	Sobreposição	Sobreposição	Sobreposição
Dissociação entre Direito de Votos e Fluxo de Caixa	Baixa	Muito Frequente (Participações Acionárias Cruzadas)	Muito Frequente (Participações Acionárias Cruzadas)	Muito Frequente (Pirâmide e Classes Distintas de Ações)
Conflito Típico	Agência	Expropriação	Expropriação	Expropriação
Liquidez do Mercado de Capitais	Alta	Baixa	Baixa	Baixa
Frequência da Negociação dos Direitos de Propriedade e Controle	Alta	Baixa	Baixa	Baixa
Leis de Proteção aos Acionistas Minoritários	Fortes	Fracas	Fracas	Fracas

Fonte: De Paula (2003) com adaptações

Não existe uma completa convergência sobre a correta aplicação das práticas de Governança nos mercados, contudo, pode-se assegurar que todos se fundamentam nos princípios da transparência, independência e prestação de contas (*accountability*) como meio de atrair investimentos aos negócios e ao país.

3.3 Mecanismo de Governança Corporativa

Nos últimos anos iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas como o objetivo de assegurar melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, dentre as quais destaca-se:

- Aprovação da Lei 10.303/01;
- Criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2;
- Novas regras de definição dos limites de aplicação de recursos de Fundos de Pensão.

Autores como Shleifer e Vishny (1997, p. 738) definem os mecanismos de governança corporativa como regras institucionais, legais e econômicas, que podem ser alteradas através de um processo político. Os principais mecanismos que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. Estes três mecanismos garantem que os interesses dos executivos estejam sempre alinhados com os interesses dos acionistas (através de incentivos e monitoramento) já que “a maioria dos administradores concorda com o objetivo de maximização de riqueza do proprietário, porém, na praticam estão preocupados com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens” (GITMAN, 1997).

As organizações que optarem por boas práticas de Governança Corporativa adotam como linhas mestras à transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa.

É de responsabilidade do Conselho de Administração:

- Estabelecer estratégias para a empresa,
- Eleger e/ou destituir o principal executivo,
- Fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e;
- Escolher a auditoria independente.

A ausência de conselheiros qualificados e de bons sistemas de Governança Corporativa eleva as empresas a fracassos decorrentes de:

- Abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros);
- Erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal);
- Fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio).

Segundo o relatório da OCDE, o conselho de administração das empresas deve agir sempre com base em quatro (4) princípios:

- *Fairness*, que significa a justiça e equidade nos relacionamentos entre os acionistas, evitando que os majoritários sejam beneficiados em detrimento dos minoritários;
- *Disclosure*, que é a transparência dos dados relativos às empresas, evitando a ocorrência de informações privilegiadas;
- *Accountability*, que é a responsabilidade pela prestação de contas; e
- *Compliance*, que é o estrito cumprimento da lei.

Sendo assim, a importância dos mecanismos de governança corporativa está na possibilidade de um monitoramento constante da administração, mitigando a assimetria informacional através da maior transparência, e diminuindo os problemas de agência.

Lei Sarbanes-Oxley – Um exemplo de mecanismo de controle

Em julho de 2002, o Presidente George W. Bush assinou a Lei Sarbanes-Oxley e a apresentou ao conhecimento coletivo dos líderes empresariais do mundo inteiro. A lei Sarbanes-Oxley reescreveu, as regras para a governança corporativa relativas à divulgação e à emissão de relatórios financeiros. E será citada neste trabalho como um do exemplo de mecanismo de governança para controle interno das empresas.

Cheio de reformas para governança corporativa, divulgação e contabilidade a esta Lei procura, por meios tangíveis, reverter a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e grifar mais uma vez a importância dos padrões éticos na preparação das informações financeiras reportadas aos investidores.

A Lei Sarbanes-Oxley ou SOX foi criada para desencorajar as declarações feitas por altos executivos que afirmavam “não ter conhecimento” das atividades duvidosas praticadas por suas companhias (participações não registradas nos livros, reconhecimentos de receitas impróprias, etc) e os escândalos que ocorreram nos mercados financeiro e de capitais norte-americanos, nos casos Enron, WorldCom e Xerox, cuja repercussão negativa contribuiu para rever a drástica gestão vigente das companhias. Uma vez que as práticas antiéticas de administradores e a fragilidade de

controles da alta administração das empresas foi capaz de promover uma grande crise no mercado de capitais, em decorrência de prejuízos a investidores, a funcionários e a sociedade em geral.

Desta forma, a fim de evitar o desconhecimento de praticas mais transparentes nas informações financeiras, a Lei SOX privilegia o papel crítico do “controle interno” e estipula os seus diretores executivos e diretores financeiros – explicitamente - responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos controles internos sobre relatórios financeiros e divulgações.

A implementação deste processo somente poderá ser iniciada por um lugar – pela Alta Administração. O diretor executivo e o diretor financeiro devem determinar a conduta e iniciar o curso de ação. O conselho de administração também desempenha um papel importante. Embora não seja diretamente responsável pela implementação da Lei Sarbanes-Oxley, o conselho de administração deve supervisionar o compromisso da companhia com a tarefa e, se manter informado sobre o desenvolvimento do programa de controles internos.

Em muitas companhias existe um buraco/*gap* significativo entre os funcionários que executam as atividades de controle e os executivos que tomam as decisões estratégicas de governança. A maior parte das companhias não tem - e antes da Lei SOX não estava obrigada a ter - um vínculo direto das atividades de governança da Diretoria e da alta administração com as atividades de controle da empresa, como mostra a figura 2 abaixo.

Figura 2: Vácuo entre a Governança e as atividades de controle



Fonte: Deloitte (2004)

E para preencher este vácuo que se estabeleceu na empresa, uma vez que a Lei SOX exige que os altos executivos demonstrem, pelos registros, o quanto sua estrutura de controles internos está se desenvolvendo. A empresa obriga-se a aprimorar sua estrutura de controles internos baseando-se em 4 (quatro) critérios básicos, são eles:

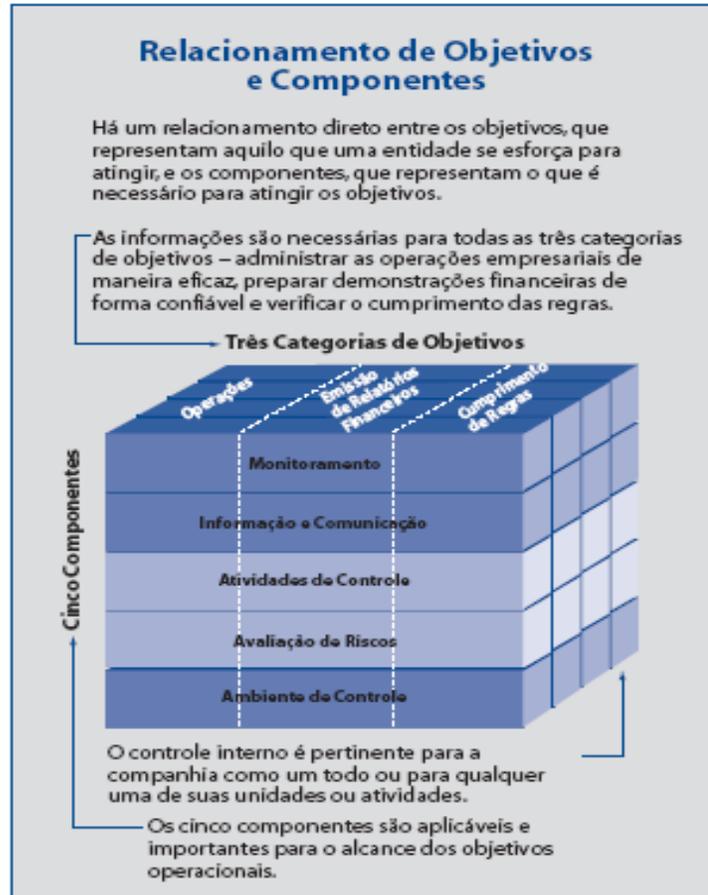
- objetividade,
- mensuração,
- integridade e
- pertinência

Vale destacar que toda a organização deve conhecer este novo procedimento de controles internos e suas regras. Muitas companhias constroem sua estrutura de controles internos em torno do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway*

Commission – COSO que representa apenas uma das estruturas de controles internos existentes mais amplamente reconhecida.

Com o objetivo de simplificar a tarefa da administração para gerenciar e supervisionar todas as atividades, a estrutura do COSO divide os controles internos em cinco componentes inter-relacionados, a figura 3 abaixo explicita de uma forma clara esta estrutura de controle e seus componentes.

Figura 3: A estrutura do COSO



Fonte: Deloitte (2004)

Elucidarei neste trabalho, algumas das principais seções, que são 302 404 e 906, em torno da extensa lei Sarbanes-Oxley.

Seção 302: certificação trimestral e anual dos controles e procedimentos de divulgação

A seção 302 declara como responsabilidade pessoal dos diretores executivos e diretores financeiros a análise de todas as divulgações dos controles e procedimentos implementados e o diretor executivo a se responsabilizar diretamente pelos controles internos. E segundo padrões rígidos estabelecidos pela SEC, ambos os diretores (executivo e financeiro) devem conhecer o correto procedimento para a emitir os relatórios financeiros, além da exigência relacionada aos controles e procedimentos de divulgação.

Em cada arquivo trimestral ou anual, o diretor executivo e o diretor financeiro devem declarar que⁷:

- são responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação;
- desenharam esses controles (ou supervisionaram seu desenho) para assegurar que as informações materiais cheguem ao seu conhecimento;
- avaliaram a eficácia desses controles a cada trimestre;
- apresentaram suas conclusões em relação à eficácia desses controles;
- divulgaram ao seu Comitê de Auditoria e aos seus auditores independentes todas as deficiências significativas encontradas nos controles, as insuficiências materiais e os atos de fraude envolvendo funcionários da administração ou outros funcionários que desempenham papéis significativos nos controles internos da companhia;

⁷ Fonte: Deloitte. Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos. 2003

- indicaram no arquivamento na SEC todas as alterações significativas efetuadas nos controles.

Seção 404: avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros

Esta seção determina a avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros. Como a Seção 302, ela exige que os diretores executivos e os diretores financeiros avaliem e atestem periodicamente a eficácia desses controles.

A 404 obriga as companhias a incluir em seus relatórios anuais um relatório sobre controles internos emitido pela administração que⁸:

- afirme sua responsabilidade pelo estabelecimento e pela manutenção de controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros;
- avalie e atinja conclusões acerca da eficácia dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros;
- declare que o auditor independente da companhia atestou e reportou a avaliação feita pela administração sobre seus controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros.

Seção 906: responsabilidade corporativa pelos relatórios financeiros

A Seção 906 entrou em vigor em agosto de 2002, e exige que diretores executivos e diretores financeiros assinem e certifiquem o relatório periódico contendo

⁸ Fonte: Deloitte. Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos. 2003

as demonstrações financeiras. A certificação executiva declara que o relatório cumpre as exigências de emissão de relatórios determinadas pela SEC e que representam adequadamente a condição financeira da companhia, bem como os resultados de suas operações. O descumprimento dessa exigência tem um alto preço: multas em valores de milhões e até prisão podem ser as penas impostas para o descumprimento intencional. Esta é uma medida que sustenta a “engrenagem” da Lei.

Agora, com uma compreensão mais abrangente das Seções 302, 404 e 906 torna-se clara a elaboração de um programa de controles internos que focaliza simultaneamente a divulgação e a emissão de relatórios financeiros que atenda às exigências trimestrais da Seção 302 e as exigências anuais da Seção 404, bem como suprir as necessidades dos auditores independentes para executar seus procedimentos de certificação, conforme seção 906.

Por fim, a Lei Sarbanes-Oxley é simplesmente uma forma encontrada pelo governo norte-americano para estabelecer recursos legais nos preceitos básicos da boa governança corporativa e das práticas empresariais éticas. Esta lei codifica a concepção de que a administração da companhia deve conhecer as informações materiais arquivadas na SEC, distribuí-las aos investidores e, também, deve responsabilizar-se pela probidade, profundidade e precisão dessas informações.

3.4 Governança Corporativa no Brasil

Para Simone Azevedo a implementação das boas práticas de governança não é uma tarefa fácil e tende a ser ainda mais complicada no Brasil. A predominância do controle familiar, a reduzida pulverização do capital em bolsa e o baixo percentual de acionistas com direito a voto são características que propiciam um ambiente adverso à governança corporativa, e que abrem espaço para o desequilíbrio entre interesses de acionistas controladores e minoritários.

No entanto, em dezembro de 2000, a Bovespa - em uma resposta à crescente demanda por melhores padrões de governança nas empresas - instituiu com base em um estudo realizado pelos economistas José Roberto Mendonça de Barros, José Alexandre Scheinkman, Luiz Leonardo Cantidiano e Antonio Gledson, o novo mercado e os níveis 1 e 2 de governança corporativa. A criação de três segmentos de listagem na bolsa, destinados a empresas que adotam práticas mais rígidas de G.C, representou uma nova Era do mercado de capitais brasileiro em que as pressões por transparência eram fortes.

Numa necessária adaptação à realidade no mercado acionário brasileiro, foram criados 2 estágios intermediários: nível 1 e nível 2, que junto com o novo mercado estabeleceram compromissos crescentes na adoção de melhores práticas de governança corporativa, alias, foi a fragilidade do mercado brasileiro a proteção ao acionista minoritário que norteou a criação do novo mercado em 2000 pelo Bovespa.

A adesão a tais práticas de governança corporativa é voluntária e distingue as companhias como nível 1 ou nível 2, dependendo do grau de comprometimento

assumido pela empresa. Embora possuam fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir o capital, ao passo que os níveis diferenciados são mais direcionados para as empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

Atualmente, a competição entre as empresas que almejam conquistar e reter clientes tem evoluído de forma que os direcionamentos e métodos utilizados para esse propósito vêm sendo aperfeiçoados. Maior transparência, tanto regulatória quanto dentro das empresas, regras de gestão que permitam aos minoritários direitos básicos e regras de entrada e saída dos acionistas mais claras, são demandas iminentes do novo *status quo* do atual mercado de capitais no Brasil.

A empresa que optar por ingressar num dos níveis de governança corporativa se destaca como uma empresa que deseja administrar os seus negócios com transparência, compromisso e equidade perante a sociedade e, principalmente, conquista um lugar de destaque no mercado de capitais.

Abaixo destaca-se as principais características dos segmentos de negociação de empresas com boas práticas de governança⁹:

Novo mercado:

- A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.

⁹ Fonte: BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/GovernancaCorporativa.asp>>. Acesso em: 27, set, 2009.

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS¹⁰ ou US GAAP¹¹.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.

¹⁰ IFRS (International Financial Reporting Standard) são um conjunto de pronunciamentos de contabilidade publicados e revisados pelo IASB (International Accounting Standards Board).

¹¹ Princípio de contabilidade geralmente aceito nos Estados Unidos. Conjunto de normas, convenções padrões e procedimentos contábeis utilizados na produção de informações financeiras, conforme estabelecidos pela FASB – Financial Accounting Standards Board

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado¹⁰ para resolução de conflitos societários.

Algumas companhias listadas são:

Açúcar Guarani S.A

Drogasil S.A

Eternit S.A

Gafisa S.A

Segundo o Bovespa, os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Os benefícios oferecidos pelas boas práticas de governança corporativa conferem maior credibilidade ao mercado acionário, ampliam os direitos societários dos minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade. Consequentemente aumenta a

¹⁰ Divisão criada pela BOVESPA para a solução de conflitos societários que possam surgir nas empresas do Novo Mercado e Nível 1 e 2 de governança corporativa.

confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as ações e a pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

Nível 1:

Segundo a Bovespa, as companhias nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de

Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Algumas companhias listadas são:

Aracruz Celulose S.A

Bradespar S.A

Braskem S.A

Gerdau S.A

Itaú Unibanco Holding S.A

Nível 2:

As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, mais um conjunto de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários.

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).

- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Algumas companhias listadas são:

All América Latina Logística S.A

Bco Sofisa S.A

Marcopolo S.A

Sul América S.A

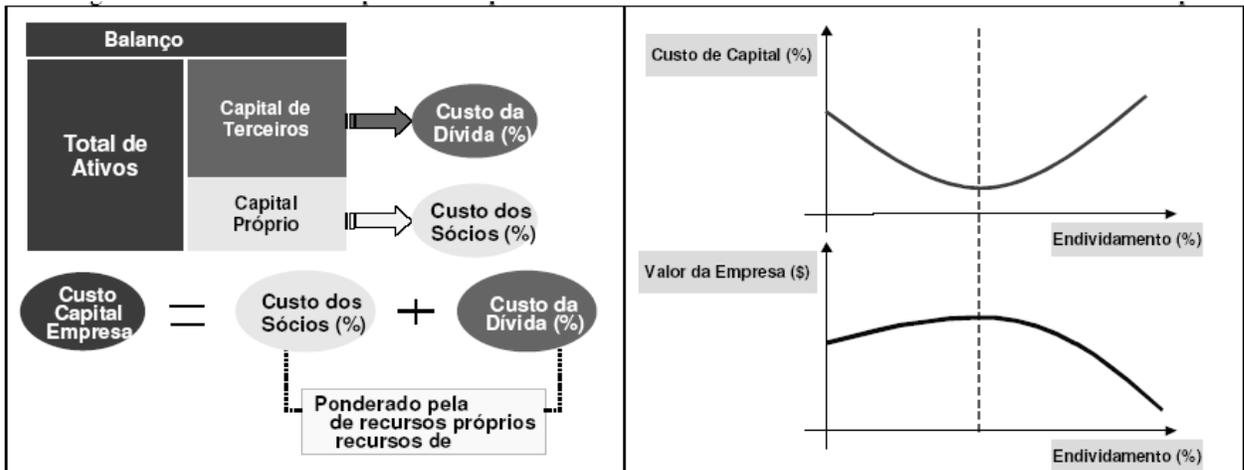
TAM S.A

4) O VALOR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa tem um papel importante, e afeta a estrutura de financiamento da empresa, que determina como serão concentrados os vários tipos de capital de terceiros e próprio empregados pela empresa, de forma que, o valor final da firma seja maximizado. E, portanto, deve estar no cerne das discussões do conselho de administração.

Figura 4: Estrutura de capital da empresa

Gráfico 2: Estrutura de financiamento e valor da empresa



Fonte: Silveira apud Toraiwa (2003)

Quando uma empresa utiliza tanto capital de terceiros (por exemplo, via emissão de debêntures) como capital próprio (via emissão de ações) para financiar seus investimentos, simultaneamente, estão sendo embutidos custos. O custo de capital da empresa será, deste modo, uma média ponderada desses dois custos que é calculada pelo Custo Médio Ponderado de Capital¹¹.

¹¹ Ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), termo em inglês.

Figura 5 : Custo médio ponderado de capital -WACC

$$rWACC = \frac{E}{D + E} * re + \frac{D}{D + E} * rd * (1 - Tc)$$

Onde: **D** – Capital de Terceiros

E – Capital Próprio

d – Custo do Capital de Terceiros

re – Custo do Capital Próprio

rWACC – Custo Médio Ponderado de Capital)

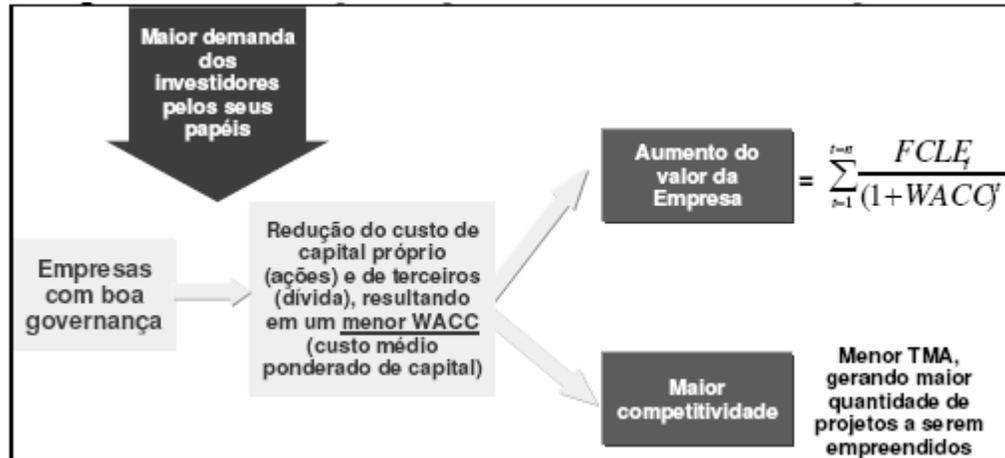
Tc – Alíquota de Imposto

Fonte: Própria

Argumentos de que a adoção das práticas de governança corporativa contribui para o desempenho e evolução da empresa, se baseia na premissa de que as empresas com boa governança tendem a ser mais procuradas pelos investidores, uma vez que estes demandam informações transparentes sobre a empresa em que estão investindo e maior garantia de que as decisões serão tomadas no seu melhor interesse. Conseqüentemente há uma redução no custo de capital da empresa e uma automática valorização de seus papéis:

“Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”, afirmação feita pela CVM (2002).

Figura 6 : Desempenho previsto no valor das companhias



Fonte: Silveira apud Toraiwa (2003)

Segundo Toraiwa (2003), as empresas com boa governança têm uma redução do seu custo de capital, em consequência da maior demanda por seus papéis. Isso gera um aumento do valor da empresa e dá a ela uma maior competitividade devido à redução da taxa mínima de atratividade (TMA), que possibilita à empresa empreender mais projetos e obter maior lucratividade nos projetos empreendidos.

Quanto à relação entre melhores práticas de governança e maiores lucros, foi realizada uma pesquisa nos Estados Unidos e observada também no Brasil. As conclusões deste estudo realizado chegam a indicar que as empresas cujos procedimentos correspondem ao mais alto grau de governança conquistam margens líquidas de lucro 21,66% acima da média de seu segmento. (Gazeta Mercantil, 2005)

Alguns estudos que abordam o tema:

- Na literatura internacional sobre o assunto, apesar do maior tamanho da amostra, os resultados observados são semelhantes. Nas palavras de Black, Jung e Kim (2002):

“... We do not study stock price returns because they are ambiguous. If investors value firms with better governance more highly, a firm that improves its governance over the sample period could show higher price returns than other firms. In contrast, a firm that maintains a high governance level throughout could show lower returns, to reflect its lower cost of capital.”

- Estudos realizados sobre governança no mercado coreano por Black, Jang e King (2002) reforçam a idéia de que os ganhos de redução de volatilidade nas ações de empresas com práticas de boa governança só são claros quando se tratam de retornos negativos, ou seja, as ações se comportam de maneira mais estável diante de tendências de baixa. E conseguiram resultados robustos relacionando governança e valor utilizando um índice considerado exógeno.
- Estudo de Bhojraj e Sengupta (2001) aponta uma forte evidência de que as empresas que apresentam boas práticas de governança tendem a ter menor custo de capital:

“Governance mechanisms can reduce default risk by mitigating agency costs and monitoring managerial performance and by reducing information asymmetry between the firm and the lenders. We find firms that have greater institutional ownership and stronger outside control of the board, enjoy lower bond yields and higher ratings on their new bond issues.”

- Nelson (1999) encontrou evidências sobre a existência de uma relação entre a adoção de boas práticas de governança e a performance da empresa. Após análise de uma amostra 1.721 empresas americanas comprovaram a existência de indicativos de correlação entre essas duas variáveis.
- Derwall e Verwijmeren (2007) evidenciaram que melhores níveis de governança estão associados com menores custos implícitos de *equity*, menores riscos sistêmicos e menores riscos específicos.
- Bai et al. (2002) evidenciaram que os investidores pagam um prêmio que varia entre 41 e 67% de acréscimo no valor da ação de empresas com melhores práticas, além de constatarem relação estatística entre governança e valor.
- Klapper e Love (2002) encontraram indícios de relação entre governança, desempenho e valor, e observaram, ainda, que as práticas de governança seriam endógenas e mais importantes em lugares com fraca proteção legal.

- Brown e Caylor (2004) identificaram que empresas com melhores práticas são mais rentáveis, são mais bem avaliadas pelo mercado e pagam melhores dividendos.
- Beiner et al. (2004) observaram evidências de causalidade reversa (do valor na governança) ao utilizarem sistemas de equações estruturais com o propósito de evitar os problemas de endogeneidade.

5) CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho objetivou demonstrar a importância do estudo da governança corporativa (GV), ratificar a importância das boas práticas corporativas e apresentar algumas pesquisas que correlacionaram, positivamente, a relação entre boas práticas de governança e performance/valor.

Com a recente crise especulativa no mercado de capitais norte-americano, causada pela ineficiente *accountability*, a tendência global foi adesão e harmonização da governança corporativa. Uma vez que, após a recente crise financeira, comprovadamente, empresas que obtiveram os melhores resultados de valorização acionária foram aquelas que tiveram sempre a preocupação voltada para o atendimento de seus acionistas via estes incentivos da G.V.

A governança corporativa se insere no conceito mais amplo como um meio pelo qual se exercita o controle e o monitoramento nas empresas. Esse último aspecto diz respeito aos mecanismos que os investidores não controladores possuem de modo a limitar sua exposição ao comportamento oportunista dos controladores majoritários.

As boas práticas de governança corporativa têm sua base na transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa. Premissas capazes de conferir à empresa atributos como, credibilidade, responsabilidade e ética, as quais proporcionam aos credores - ao observar os resultados das empresas e os acionistas - maior propensão a investir, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido.

Nesse contexto, as práticas de governança corporativa permitem e requerem o aprimoramento da gestão da empresa em suas diferentes áreas, seja esta operacional, seja financeira, contábil e/ou social. Essa gestão diferenciada contribui para que a empresa conquiste vantagem competitiva, pois revela uma empresa bem administrada, organizada e preparada, e conseqüentemente, valor perante as demais que não aderiram e usufruem os benefícios da governança.

6) REFERÊNCIA BIBLIOGRAFICA

ALMEIDA, Juan Carlos Góes de; SCALZER, Rodrigo Simonassi; COSTA, Fábio Moraes da. **Níveis diferenciados de Governança Corporativa na Bovespa e grau de conservadorismo**: Empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. [S.l],[2006].

AZEVEDO, Simone. **Administrar para todos os acionistas é o grande desafio**. Clipping do *IBGC*, n. 1. Publicação Bimestral do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2000

BACKES; Rosemary, et al. **Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudo sobre o tema**. Rio Grande do Sul: 2008

BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ Rubens. **Q de tobim e seu uso em finanças**: aspectos metodológicos e conceituais. São Paulo: Caderno de Pesquisa em Administração, out/dez,2000, v7,n4.

BROWN, Lawrence; Caylor, Marcus L. **Corporate governance and firm valuation**. Journal of Accounting and Public Policy, 2006. p 409–434

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Governança corporativa no Brasil em perspectiva**. *Revista de administração*, São Paulo, v.37, n.3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CORRÊA, Vaness; VIEIRA, Edson Roberto. **Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil**: reflexões sobre os movimentos recentes. São Paulo, [S.l], 2000.

DATHEIN, Ricardo. **Crescimento, investimento e taxa de lucro da economia brasileira**. Viçosa,[SI], 2008.

DALFIOR, Vanda Aparecida de Oliveira; OLIVEIRA, Vânia das Graças Rocha Simões; SOUZA, Carlos Alberto de. **Adoção de práticas de Governança Corporativa e análise econômico-financeira em bancos**. Minas Gerais, [SI], 2007,n167.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **Lei Sarbanes-Oxley – Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos**. Rio de Janeiro, out,2003.

GARCIA, Felix Artur. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro:UFRJ, 2005.

HISTÓRIA do mercado de Capitais no Brasil. Disponível em :
<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobil%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>. Acesso em: 9, ago,2009.

INSTITUDO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em 13, julho, 2009.

INTERNACIONAL FINANCE CORPORATION. Disponível em:
<[http://www.ifc.org/ifcext/annualreport.nsf/AttachmentsByTitle/AR2008_Mgmt_Responsibility/\\$FILE/AR2008_Mgmt_Responsibility.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/annualreport.nsf/AttachmentsByTitle/AR2008_Mgmt_Responsibility/$FILE/AR2008_Mgmt_Responsibility.pdf)>. Acesso em: 9 ago, 2009.

MALACRIDA, Mara Jane; YAMAMOTO, Marina. **Governança Corporativa**: nível de evidenciação das informações e suas relação com a volatilidade das ações de Ibovespa. Edição comemorativa: São Paulo, 2006. p 65-79.

NETO, Ramon Martinez Ribeiro. **A importância da governança corporativa na gestão da empresa**: o caso do grupo Orsa. São Paulo: Universidade de São Paulo,2002.

OKIMURA,Rodrigo; SILVEIRA, Alexandre di; ROCHA, Keyler Carvalho. **Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil**. RAC-Eletronica, São Paulo, jan/abr, 2007,v1,n1 art 8. p 119-135.

OLIVEIRA, Maria Virginia; PEREIRA, Sebastião; MENDES, Frederico. **Governança Corporativa e o valor das empresas**: uma relação de causa e efeito das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da bovespa. [SI],2004?.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Karém C. **Governança corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional**: análise do risco Brasil Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 37 (3), 2002.

SENHORAS; Eloí M, TAKEUCHI; Kelly P, TAKEUCH; Katuichia P. **A importância estratégica da governança corporativa no mercado de capitais**: um estudo internacional comparado. Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. São Paulo:2004.

SIQUEIRA, Benjamim de Souza; MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva. **Estudo da Governança Corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 e 2005**. Rio de Janeiro: UFRRJ, 2006, v1, n1.

SIQUEIRA, Tagore Villarim. **Concentração de propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto**. São Paulo: [S.I.], 2004?.

SILVEIRA, Alexandre; BARROS, Lucas Ayres; FÁMA, Rubens. **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. São Paulo: SEMEAD, [2003]

SILVEIRA, Alexandre; BARROS, Lucas Ayres; FÁMA, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. São Paulo: SEMEAD, [2005]

SILVA, Pablo Rogers. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Minas Gerais, Universidade Federal de Ubelândia, fev, 2006.

SOUZA, Everson; MARCN, Rosilene. **Desempenho econômico e de mercado das empresas conforme classificação nos níveis de governança corporativa**. XXVI ENEGEP - Fortaleza, CE, Brasil, 9 a 11 de Outubro de 2006.

STANKIEWCZ; Adriana. **Governança corporativa no Brasil: um estudo sobre as migrações para o mercado**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO. Sistema de Bibliotecas e Informação. **Manual para elaboração e normalização de Dissertações e Teses**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Sistema de Bibliotecas e Informação; organizado por Elaine Baptista de Matos Paula et al. – 3. ed. rev., atual. e ampl. -- Rio de Janeiro : SiBI, 2004.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. **Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v11, n22, p103-122.

VI CONFERENCIA REGIONAL DE ISTR PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2007, Salvador **Governança corporativa: estudo de caso de uma organização não governamental**. Bahia ,2007

VILELA, BRUNO G. **O novo mercado e a governança corporativa no Brasil.** Azevedo Sette Advogados. Disponível em: <<http://www.azevedosette.com.br/noticias/noticia?id=257>>. Acesso em: 14,out,2009.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. **Estrutura de capital das empresas no Brasil.** São Paulo: revista economica, 6 fev, 2002.

7) GLOSSÁRIO

Ação ordinária: ação que confere a seu titular os direitos de voto nas instâncias decisórias da sociedade, além do direito de participar dos resultados da companhia. A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da Assembléia Geral.

Ação preferencial: classe de ações que confere aos seus detentores determinadas vantagens de natureza financeira ou política em troca de restrições parciais ou totais no exercício do poder de voto. As vantagens podem incluir prioridades na distribuição de dividendo e/ou reembolso de capital, *tag along*, dividendos 10% superiores aos das ações ordinárias, dentre outros. O estatuto deve definir as situações nas quais as ações preferenciais têm direito de voto.

Acionista majoritário: pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Acionista minoritário: proprietário de ações, cujo total não lhe permite participar do controle da companhia.

Auditoria independente: órgão externo à organização e isento de conflito de interesses, que tem a atribuição básica de verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da organização.

Código de conduta: manual elaborado pela diretoria de acordo com os princípios e políticas definidos pelo conselho de administração, visando orientar administradores e funcionários na sua forma de conduta profissional cotidiana. O código de conduta deve também definir responsabilidades sociais e ambientais.

Comitê de auditoria: órgão estatutário formado por conselheiros de administração, e que se reporta ao colegiado integral do conselho de administração, para tratar dos assuntos relacionados às normas a serem cumpridas pelos auditores independentes contratados por essas instituições. O comitê é instituído para analisar as demonstrações financeiras, promover a supervisão e a responsabilização da área financeira, garantir que a diretoria desenvolva controles internos confiáveis e que a auditoria interna desempenhe a contento o seu papel, selecionar, fixar a remuneração, acompanhar o trabalho e, sendo o caso, decidir pela destituição dos auditores independentes, zelando para que estes façam uma correta revisão das práticas da diretoria e da auditoria interna.

Conflito de interesses: há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização.

Free float (Ações em Circulação): quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação livre em mercado de capitais, ou seja, são todas as ações de emissão da companhia exceto aquelas: (i) de titularidade do acionista controlador, de seu cônjuge, companheiro(a) e dependentes incluídos na declaração anual de imposto de renda; (ii) em tesouraria; (iii) de titularidade de controladas e coligadas da companhia, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; (iv) de titularidade de controladas e coligadas do acionista controlador, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; e (v) preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante.

Regimento interno do Conselho: conjunto de normas e regras que explicita as responsabilidades, atribuições, funcionamento, rotinas de trabalho e interação entre os principais órgãos da empresa, entre eles o conselho de administração, seus comitês, diretoria, conselho fiscal e conselho consultivo, se existente, prevenindo situações de conflito, notadamente com o executivo principal (CEO). **Sessão Executiva:** parte da

reunião do conselho de administração na qual os executivos principais ou integrantes da diretoria não participam.

Stakeholders (Partes interessadas): indivíduos ou entidades que assumam algum tipo de risco, direto ou indireto, em face da sociedade. São elas, além dos acionistas, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, entre outros.

Tag along: é a extensão parcial ou total, a todos os demais sócios das empresas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle de uma sociedade.