
GOVERNANÇA CORPORATIVA – INTANGÍVEL INTERNACIONAL QUE SE CONCRETIZA NO BRASIL

*Lenice Corrêa de Melo
Mestre da UERJ/FAF/MCC*

*Frederico Antônio Azevedo de Carvalho
Professor Adjunto do Departamento de Ciências Contábeis da FAF/UERJ
Sub-coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*

RESUMO

O estudo tem como objetivo descrever como o conceito de Governança Corporativa tem sido abordado no Brasil discorrendo sobre o que as principais autoridades, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA vêm fazendo para incentivar a implantação e disseminação das práticas de Governança Corporativa e elaborar uma análise econômico-financeira dos bancos listados no Nível 1 da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Relações com Investidores, Conselho de Administração e Novo Mercado.

ABSTRACT

The objective of this study is to describe how the concept of Corporate Governance has been adopted in Brazil and also describe what the main authorities, the Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários – CVM) and the Stock Exchange of São Paulo (Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa) have been doing and recommending to incentive the introduction and dissemination of Corporate Governance practices and to present an economic and financial analysis of the Banks ranked in the First Level of Corporate Governance of Stock Exchange of São Paulo.

Keywords: Corporate Governance, Investors Relations, Board of Directors and New Market.

1 INTRODUÇÃO

A partir dos anos 80 ocorreram diversas transformações no cenário internacional trazendo grandes reflexos sobre a estrutura da economia brasileira.

Os avanços tecnológicos, principalmente na área de telecomunicações, têm alterado os procedimentos operacionais das empresas. Os sistemas eletrônicos têm favorecido a redução dos custos das transações reduzindo as tarefas de preparação e envio de documentos e informações, facilitando as transferências de recursos e o registro das operações.

O advento da internet tornou as informações mais acessíveis transformando as relações de comércio em todo o mundo. O ambiente em que as empresas operam, em contrapartida, tem se tornado mais competitivo, tornando também mais complexa a gestão. As empresas se viram estimuladas a inovar os produtos e processos demandando, por consequência, mais investimentos e mais capital.

No Brasil, em particular, todos esses movimentos se somam à abertura de mercado e ao processo de privatização das empresas que alteraram, recentemente, o cenário nacional. A abertura da economia, no início dos anos 90 e a implantação do plano econômico de estabilização - Plano Real - compõem o processo recente de reestruturação da economia brasileira, estimulando o corte de custos e racionalização dos processos produtivos.

A sobrevivência e permanência neste mercado têm exigido das empresas maiores investimentos visando à manutenção de vantagens competitivas. Maior flexibilidade para assumir riscos e oferecer resposta rápida às oportunidades e desafios constituem as demandas deste ambiente em constante mudança.

Boas práticas de governança devem proporcionar um referencial importante para a tomada de decisão. Sua ausência pode, mesmo em empresas com excelente resultado financeiro, implicar em perdas de posição em

eventuais desafios administrativos e financeiros que afetem a empresa.

Neste trabalho procuramos, através de um estudo bibliográfico, traçar um panorama sobre as práticas de Governança Corporativa adotadas no Brasil.

O desenvolvimento deste estudo se inicia com a abordagem dos aspectos conceituais onde são cotejadas as definições adotadas por três importantes organismos que desenvolveram o tema. No Brasil, destacam-se a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e no âmbito internacional, dentre outras iniciativas, podemos destacar a atuação da Organisation for Economic Co-operation and Development – OCDE.

As estruturas das empresas constituem o ponto central do terceiro tópico. Neste item procura-se ressaltar que a governança corporativa pode assumir um enfoque diferenciado dependendo da estrutura de capital predominante nas empresas.

Os capítulos seguintes descrevem os princípios da Governança Corporativa e buscam evidenciar como o tema que tem dominado as agendas das economias desenvolvidas, em especial Estados Unidos, Alemanha, Japão, se concretiza no Brasil com características e cartilha próprias.

2 ASPECTOS CONCEITUAIS

A expressão Governança Corporativa não tem mais que vinte anos. Porto afirma que há vinte anos a expressão ainda não existia, apesar de muitas questões fundamentais tratadas por ela terem surgido com o estudo clássico de A. Berle e G. Means – *The Modern Corporation and Private Property* – publicado em 1932 (Araújo,1998)

Autores como Siffert Filho ressaltam que a Governança Corporativa pode ser compreendida como um tema multidisciplinar porque abrange e envolve questões de economia, de contabilidade, de administração e

até mesmo de história, considerando que as instituições têm uma trajetória histórica também. (Siffert Filho, 1998,p.24).

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM em sua Cartilha sobre Governança Corporativa adota a seguinte definição.

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores e credores, facilitando o acesso ao capital. (CVM, 2002, p.1)

A definição da CVM conjuga o conceito de governança com o desempenho que será otimizado através da proteção das partes interessadas. Nesta mesma linha de ação, a BOVESPA considera que os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação de um investimento e conseqüentemente o risco, facilitando o acesso ao capital.

A redução do risco gera uma melhor precificação da 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. (Folheto BOVESPA, 2001)

Dentre os organismos internacionais a Organisation for Economic Co-operation and development – OECD se dedicou ao tema e criou a força-tarefa conhecida como “Advisory Group” que desenvolveu em conjunto com governos nacionais, outras organizações e o setor privado normas e diretrizes de Governança Corporativa.

A definição apresentada pela OECD encontra-se centrada no relacionamento e responsabilidade entre os agentes da Governança Corporativa nas empresas, quais

sejam os acionistas, o Conselho de Administração e os Administradores.

Corporate governance comprehends that structure of relationships and corresponding responsibilities among a core group consisting of shareholders, board members and managers designed to best foster the competitive performance required to achieve the corporation’s primary objective. (OECD, 1998, p.13)

O relacionamento entre os diversos agentes da Governança Corporativa poderá assumir perfis distintos devido às diferentes estruturas acionárias encontradas nas empresas.

3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS ESTRUTURAS DAS EMPRESAS

A companhia surgiu na baixa Idade Média. No século 16 tornou-se sociedade por ações ou anônima, despertando o interesse na constituição de grandes empresas e assegurando-lhes a existência independentemente de quem as compunha. As primeiras companhias coloniais foram criadas para exploração e colonização dos novos territórios especialmente comércio e tráfico de negros. Eram verdadeiras entidades semi-públicas, com estreita ligação com o Estado. (Araújo, 1999, p.33)

Atualmente, em algumas economias as grandes empresas são de propriedade de um grande número de acionistas caracterizando um mercado onde o capital encontra-se pulverizado; em outras, são familiares ou com forte concentração da propriedade entre alguns poucos acionistas majoritários causando a sobreposição entre propriedade e gestão.

Existem diferenças entre as economias desenvolvidas. Em alguns mercados, como no caso dos Estados Unidos existe uma forte preocupação em maximizar o lucro dos acionistas, enquanto que, em outros países como a Alemanha e o Japão observa-se que

além da preocupação com o lucro também estão presentes preocupações tais como manter o nível de emprego, compromissos com governos, com a comunidade e com o meio ambiente.

Siffert Filho em pesquisa realizada sobre as mudanças no controle societário das cem maiores empresas não-financeiras na economia brasileira discrimina as diversas categorias de propriedade, dentre elas pode-se destacar a Propriedade Dispersa, a Propriedade Dominante, a Governamental, a Estrangeira e as Cooperativas. O autor comenta também que fatores como regime político, sistema legal e estrutura do mercado estão entre os fatores listados como responsáveis pelas diferentes

estruturas de propriedade. (Siffert Filho, 1998.p21)

A estrutura de propriedade não determina a performance econômica da empresa. As práticas de governança corporativa a serem adotadas pela empresa poderão assumir configurações diferentes quando adotadas por empresas cujo capital encontra-se pulverizado no mercado acionário em contraste com outras, cujo controle pertence a uma família ou a um pequeno número de acionistas majoritários.

Encontram-se no Quadro a seguir e a estrutura de propriedade de outros países em comparação com o Brasil.

Quadro 1 - Quadro comparativo entre países desenvolvidos e o Brasil.

PAÍS	MERCADO	ENFOQUE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
ESTADOS UNIDOS	Caracterizado por alta dispersão acionária	Surge o problema de agência.
ALEMANHA	Caracterizado por alta concentração de propriedade.	Conta com forte presença dos Conselhos. A participação dos empregados é marcante na estrutura alemã.
JAPÃO	Caracterizado por grande concentração da propriedade.	O Japão estruturou um modelo de Governança singular com expressiva intervenção governamental.
BRASIL	Forte presença de empresas familiares.	Surge a necessidade de criar mecanismos de proteção ao acionista minoritário.
	Caracterizado por alta concentração do controle.	

Fonte: a autora: 2003

3.1 O CONTROLE DISPERSO E O PROBLEMA DE AGÊNCIA

Os Estados Unidos apresentam um mercado amadurecido onde o empreendimento é suportado por finanças anônimas. Nesse contexto de dispersão acionária surge o problema de conflito entre os objetivos dos proprietários e a visão do administrador contratado. Numa empresa com pequenos acionistas, pode não valer a pena para nenhum

deles monitorar a performance dos administradores.

Há muito tempo as companhias no resto do mundo não são mais dirigidas por empresários, e sim por administradores profissionais, sem laços de família nem mesmo de nacionalidade com aqueles.

Administradores profissionais competentes fazem o jogo político de conciliar interesses

conflitantes de trabalhadores, clientes, ecologistas, fornecedores e acionistas. Os empresários administram quase que exclusivamente pensando nos interesses da família.

Da mesma forma que a separação da Igreja e do Estado foi um marco na evolução política da humanidade, a separação do empresário capitalista da gestão da empresa foi um importante avanço na evolução das companhias democráticas e pluralistas.

(...)

A era do empresário terminou nos Estados Unidos em 1930, com os Rockefeller, Ford, Carnegie, que lentamente foram substituídos por administradores profissionais sem nenhum parentesco com a família. O século XX viu a substituição do acionista controlador pelo administrador conciliador, o que foi possibilitado pela pulverização do capital entre milhares de pessoas. (Kanitz, 2003)

A substituição do acionista controlador pelo administrador trouxe maior profissionalismo a gestão, em contrapartida existe a dificuldade de se alinhar os interesses entre as partes surgindo o problema de agência.

Muito freqüente nos Estados Unidos, o problema de agência está centrado na possibilidade do administrador despender esforços em direções diferentes daquelas que os acionistas gostariam, trata-se de conflito de interesses entre quem tem a propriedade e quem executa a gestão.

Como é possível isto ocorrer? Siffert discrimina três situações que se fazem presentes na relação bilateral entre dois agentes econômicos: 1) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis 2) suas ações dificilmente são monitoráveis; 3) há uma diferença entre a função utilidade do agente e a do principal. A assimetria de informações entre controladores e administradores poderia fazer com que as partes tendessem a agir de acordo com o próprio interesse e a desviar o

alinhamento de interesses que ocorre entre elas. (Siffert Filho, 1998, p.5)

Dentre as diferenças de ótica observadas pelo investidor e administrador pode-se destacar que o investidor tem visão de longo prazo enquanto que o administrador tem um horizonte menor e visa receber a sua remuneração a curto prazo. Quanto ao risco também pode haver divergência, considerando que o investidor pode diversificar a sua carteira de investimento enquanto que o administrador investe todo o seu potencial de trabalho em geral, naquela única empresa.

3.2 A EMPRESA FAMILIAR

Enquanto nos Estados Unidos as empresas apresentam em sua grande maioria o capital disperso, no Brasil ainda existe uma forte concentração do capital.

A partir de 1990, verificou-se um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras com a abertura do mercado e o Programa Nacional de Desestatização (PND) conduzido pelo governo que alterou a configuração das empresas, reduzindo a presença do estado com as privatizações. Ainda assim, o mercado brasileiro continuou contando com a expressiva presença de empresas familiares que passaram a se defrontar com um ambiente mais competitivo. Siffert Filho destaca alguns tipos de pressão que as empresas familiares nacionais podem estar sujeitas:

Há uma demanda por profissionalização da sua gestão, já em curso em várias empresas, bem como maior necessidade de estabelecer alianças estratégicas, uma vez que novas dimensões tecnológicas, financeiras e mercadológicas impõem a busca de associações a fim de fortalecê-las competitivamente. Mas é sob o ponto de vista financeiro, ou seja, a estrutura de capital, ou corporate finance, que tendem a ocorrer as maiores limitações. (Siffert Filho, 1998, p.21)

A empresa familiar apresenta outro tipo de problema, diferente do conflito entre controle e gerência. O problema na empresa familiar surge exatamente pela falta de interesses externos atuando junto, dentro da empresa.

Empresas familiares encontram dificuldades em prever crises e oportunidades. Em tempos de grandes mudanças pessoas de fora da empresa, com maior visão de mercado, poderiam perceber as crises com mais facilidade e intervir, mudando a rota em tempo.

A sucessão também pode representar uma crise para as empresas familiares, especialmente se não encontram no grupo familiar o sucessor adequado. Estas empresas podem também ter dificuldades no momento que necessitam de recursos financeiros fora da empresa, por não atuarem no mercado. Enquanto cada vez mais a figura do conselheiro ganha força, a empresa familiar pode conviver com uma visão estreita, conservadora do tipo “do meu negócio, entendo eu”, faltando a visão de fora da empresa.

3.3 O CONTROLE CONCENTRADO

Com formato diferente das anteriores, a empresa com controle concentrado apresenta outro tipo de estrutura, onde existe a presença do acionista majoritário que mantêm o controle da empresa e os acionistas minoritários.

Os acionistas minoritários não têm como influenciar as decisões tomadas na empresa devido a sua pequena participação, em muitas vezes estas decisões podem ser prejudiciais ao próprio investidor/acionista minoritário.

Nos países onde predomina o tipo de empresa com capital concentrado, propriedade e controle se misturam podendo haver diversidade de interesses entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários.

Nos mercados onde existe concentração de controle existe também pouca tradição das ações entre as pessoas, ou seja, pequena

liquidez dos papéis. A baixa liquidez acaba por impactar o valor do título, trazendo o valor para baixo. (Berglöf, 2000, p.145)

Ações com baixa liquidez devem oferecer um prêmio para se tornarem atrativas o que aumentaria o custo do dinheiro, desestimulando as empresas a captarem recursos no mercado. Como a liquidez depende muito do número de participantes do mercado, a presença de investidores minoritários constitui uma condição importante para o desenvolvimento de um mercado líquido de negociação de papéis emitidos por empresas. (Carvalho, 2003, p.2)

Algumas empresas poderiam de forma isolada reconhecer a importância do investidor minoritário e passar a atender os requisitos demandados pelos minoritários, o que poderia não ter grande repercussão, dado que, o comportamento inadequado de outras empresas poderia confundir o investidor afetando a percepção do mercado como um todo.

A proteção ao acionista minoritário estimula o investimento nas empresas aumentando a liquidez das ações e movimentando o mercado de capitais.

O segmento diferenciado da BOVESPA vem atender a esta demanda. Tal atendimento não se dá como uma iniciativa de uma empresa isolada e sim como um segmento de mercado que distingue o grupo das empresas que adotam práticas de boa governança das demais.

4 OS PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As empresas abertas que negociam suas ações nas bolsas de valores deveriam ser as principais interessadas no tema Governança Corporativa, no entanto, a questão tem se tornado relevante para a maioria das companhias. As instituições que necessitam recursos para financiar suas atividades ao buscar os recursos de que necessitam através do mercado de capitais ou via financiamentos e empréstimos perceberão a importância dos padrões de governança que praticam, partindo-

se do princípio que melhor governança reduz o custo de capital.

4.1 OS PRINCÍPIOS DA OCDE

O desenvolvimento dos princípios de governança corporativa tem merecido a atenção de organismos internacionais. A OCDE criou uma força-tarefa ficou conhecido como “Advisory Group”, que desenvolveu os princípios que norteiam a boa governança.

Com base no trabalho desenvolvido pela OCDE os princípios que deveriam ser focados pelos órgãos reguladores são quatro, a saber: EQUIDADE - (Fairness); TRANSPARÊNCIA - (Transparency) PRESTAÇÃO DE CONTAS - (Accountability) e RESPONSABILIDADE - (Responsibility).

Os Agentes da Governança Corporativa são os acionistas, o conselho de administração, a diretoria, o auditor-independente, e quando houver, o conselho fiscal.

Quadro 2 - Princípios desenvolvidos pela OCDE

ITEM	PRÍNCÍPIOS	ABRANGÊNCIA
1	EQUIDADE	Tratamento justo para todos os acionistas, além de clareza e consistência nos contratos com os provedores de recursos.
2	TRANSPARÊNCIA	Transparência das operações junto aos agentes envolvidos, principalmente acionistas.
3	PRESTAÇÃO DE CONTAS	A divergência de interesses entre o administrador e o acionista tem sido uma tônica nas empresas modernas exigindo que os direitos e responsabilidades de cada um sejam claramente definidas. Demonstrações Contábeis em padrões internacionais e com ampla divulgação dos negócios acrescidas de informações de caráter não financeiro.
4	RESPONSABILIDADE	Responsabilidade dos agentes diretamente envolvidos na gestão da empresa, tendo o Conselho de Administração um papel de extrema relevância.

Fonte: A autora com base em OCDE, 1998.

O princípio da Equidade (item 1) pressupõe que o estímulo ao investimento, tanto doméstico quanto do exterior poderá ganhar maior expressão com a confiança de que os investimentos estarão protegidos de perdas, tais como fraudes e erros. Os reguladores procuram criar princípios e regras visando tornar o ambiente adequado ao desenvolvimento dos negócios.

O Princípio da Transparência (item 2) traz em sua base o tratamento da informação contábil.

A visão de governança corporativa pressupõe que as empresas estejam aptas a serem avaliadas pelo mercado do qual fazem parte, e para isso deverão elaborar demonstrativos transparentes de suas operações e do resultado dessas operações.

O executivo principal deve prestar todas as informações de real interesse, obrigatórias ou espontâneas, para os proprietários e todas as partes interessadas na empresa, enquanto que os órgãos reguladores deverão criar mecanismos de forma que as empresas evidenciem as

informações contábeis com o formato adequado e em época oportuna.

Do ponto de vista microeconômico, um mercado de capitais bem desenvolvido proporciona informações sobre as empresas para os investidores. Colabora também para que a gestão das empresas esteja alinhada aos objetivos tanto de seu administrador quanto do investidor, pois a remuneração de ambos está atrelada à performance da empresa e de suas ações. (Nóbrega, et al, 2000, p.34)

O relatório anual é a peça mais importante e mais abrangente de evidenciação da companhia, e por isso mesmo não deve se limitar somente às informações exigidas por lei e sim, procurar envolver todos os aspectos da atividade empresarial de um exercício completo permitindo a comparação o mesmo período dos anos anteriores.

A preparação do relatório anual é de responsabilidade da diretoria. O conselho de administração deve aprová-lo e recomendar sua aceitação ou rejeição à assembleia-geral. As demonstrações contábeis também devem ser preparadas de acordo com o International Accounting Standards – IAS ou o Generally Accepted Accounting Principles – GAAP.

“Sabe-se que as companhias que elaboram e divulgam suas demonstrações contábeis em padrões reconhecidos internacionalmente conseguem maior exposição diante dos investidores estrangeiros, cuja participação é expressiva na BOVESPA” (ABAMEC, 2002, p.21)

“Regulators should operate internationally in developing clear, consistent and comparative standards for disclosure of corporate financial performance, including accounting standards” (OECD, 1998, p.22)

A evidenciação das informações não só deve ser aprimorada com as ferramentas trazidas pelas novas tecnologias como também o seu conteúdo, trazendo informações de caráter não financeiro. Como exemplos de informações

não financeiras pode-se incluir a existência de algum especial direito de voto, informações sobre blocos de controles e informações relevantes sobre os ativos intangíveis.

Cabe observar que pouca transparência em empresas de capital aberto pode afugentar investidores e inviabilizar o mercado acionário. Por outro lado, em empresas com opções de investimento altamente confidenciais, a pouca transparência pode ser um condicionante para o sucesso. Neste caso, a empresa deve evitar o mercado de capitais como fonte de financiamento para os investimentos.

A Prestação de Contas (item 3) tem como seu pilar fundamental a Auditoria Independente que deverá atestar que as informações prestadas pela empresa são fidedignas.

A auditoria independente é um importante agente da governança corporativa e tem como atuação fundamental averiguar e constatar se as demonstrações contábeis refletem adequadamente a realidade da empresa.

Cabe aos auditores independentes expressar uma opinião sobre as demonstrações contábeis que serão divulgadas, de acordo com as normas profissionais e, para esse fim, avaliar os controles e procedimentos internos da empresa.

Os serviços de auditoria devem ser contratados pelo conselho de administração que deve se assegurar de que os procedimentos adotados pelos auditores garantem a independência e objetividade dos trabalhos.

O executivo principal e a diretoria devem buscar um relacionamento estritamente profissional com os auditores independentes. Os serviços de consultoria que são normalmente contratados pela diretoria não podem comprometer a independência da auditoria.

O princípio da Responsabilidade (item 4) tem a sua prática na atuação dos agentes da governança corporativa, em especial o Conselho de Administração.

Os acionistas, diretores, gestores e o conselho de administração das empresas

precisam ter bem definidos seus papéis e responsabilidades.

O conceito de governança corporativa está alicerçado nas diretrizes traçadas pelo conselho de administração cujos membros são escolhidos pelos acionistas, objetivando a redução dos problemas de agência e a busca de maior transparência das operações.

Os acionistas na assembléia-geral, órgão soberano da empresa, têm poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia, enquanto que o conselho de administração deve determinar as estratégias a serem seguidas, além de eleger, fiscalizar e destituir diretores e escolher os auditores independentes.

Cabe à diretoria responder pelas operações da empresa, segundo as diretrizes fixadas pelo conselho de administração. Aos auditores independentes cabe expressar uma opinião sobre as demonstrações contábeis e avaliar os controles internos da empresa. Havendo conselho fiscal, este deverá fiscalizar os atos de gestão dos administradores, conselheiros de administração e diretores.

Aos diretores cabe dirigir a companhia, supervisionar e monitorar seu gerenciamento com o propósito de assegurar a prudente e apropriada gestão do negócio. Observar o desempenho da organização é tarefa do conselho de administração que deve garantir empenho contínuo e relevante para maximização, a longo prazo, do valor corporativo da companhia para os acionistas. (Araújo, 1999, p.43)

A prática de uma boa governança demanda a existência de um código de ética a ser seguido pelos conselheiros de administração, diretores, funcionários e quando houver conselheiros fiscais.

5 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A Governança Corporativa surgiu nos Estados Unidos através de seus dois expoentes: a CALPERS – Califórnia Public Employees Retirement System e Robert Monks, regulador responsável pelo ERISA – Employee Retirement Security Act.

A sigla em inglês Calpers representa o fundo de pensão do funcionários públicos da Califórnia, contado entre os primeiros investidores institucionais do mundo, a Calpers estabeleceu um marco que mudou a cultura dos fundos de pensão. Tomou atitudes como frequentar assembléias de acionistas e buscar contato com outros investidores tornando as reivindicações mais fortes no conjunto, assumindo uma postura ativa em relação ao acompanhamento de seus investimentos.

Robert Monks na mesma linha de ação percebe que nem sempre o destino das companhias estava sendo traçado pelos seus acionistas e sim por quem as dirigiam, se tornando um ícone na luta pelo aperfeiçoamento do mercado de capitais americano.

Monks, torna-se um empreendedor perspicaz e divulga vários livros sobre o tema “Power and Accountability” em 1991, The Emperor’s Nightingale, em 1988, dentre outros.

Por tudo isso, Robert Monks em sua luta bem sucedida por aperfeiçoamentos no mercado de capitais americano, é um dos personagens que marcaram presença da impressionante virada da economia industrial dos EUA neste fim de século. Vale a pena conhecer a sua história (Rocha, 2002, p.25-26)

A discussão do tema Governança Corporativa chega ao Brasil com a abertura dos mercados e o fim das velhas formas de financiamento das empresas, provocando mudanças legais e institucionais.

A nova Lei das S/A, as privatizações seguidas dos investimentos nacionais e estrangeiros que mudaram o controle das companhias e o Novo Mercado da Bovespa, que impõe regras rígidas de transparências às empresas listadas estão entre as transformações que compõem os desafios dos novos tempos.

A questão, no Brasil, é muito mais decisiva para o futuro das empresas do que nos Estados Unidos. A governança corporativa à brasileira está ligada à aspiração, à diferença que faz querer ser um competidor global ou a lojinha da esquina. (Rosenburg, 2001, p.100)

O debate em torno da Governança Corporativa se intensificou na última década, esclarece Carvalhal da Silva (2002, p.11), na medida em que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas e minoritários estão mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado principalmente estrangeiros.

Segundo Carvalhal da Silva, o modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão, caminhamos 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. (Carvalhal da Silva, 2002. p.12)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) atentas à nova realidade brasileira e aos movimentos do mercado internacional, incentivam o desenvolvimento de práticas de Governança Corporativa no Brasil. A adoção de tais práticas tem como objetivo o aumento do valor da companhia através da otimização do

seu desempenho, o que torna o empreendimento mais atrativo aos investidores facilitando assim, o acesso por parte das empresas ao capital.

Vasconcelos (2002) defende que a implementação das Melhoras Práticas de Governança Corporativa é positiva para qualquer tipo de empresa, seja companhia aberta ou fechada, tenha seu controle estatal, familiar, concentrado ou pulverizado.

No caso de empresas de controle familiar, a criação de um Conselho Familiar, ou a presença de profissionais externos no Conselho de Administração, minimiza os efeitos negativos que eventuais conflitos familiares possam ter na gestão da empresa.

Para estatais, a descontinuidade de gestão, que ocorre nas trocas de governo, tende a ser bastante prejudicial. A implantação de um sistema de Governança Corporativa pode fazer com que a troca do primeiro escalão não altere o modelo de gestão.

Nas companhias abertas é essencial que haja um alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários. Infelizmente, isto não ocorre na grande maioria das empresas listadas em bolsa.(...)

Com um bom sistema de Governança, os executivos prestam contas ao Conselho de Administração, os conselheiros prestam contas aos acionistas ou quotistas e a empresa presta contas aos órgãos reguladores. Aumenta-se a eficiência da gestão e reduz-se a possibilidade de alguém que não tenha um bom desempenho profissional permanecer na empresa. A maior transparência resulta em menor risco para investidores e, conseqüentemente, aumenta a valorização da empresa. (Vasconcelos, 2002, p.20)

A Governança Corporativa já demarcou o seu espaço no Brasil. Dentre as principais iniciativas listadas a seguir cabe ainda destacar os diversos estudos, congressos e seminários

que tem sido realizados tanto no setor acadêmico como na esfera comercial.

- a) A Nova Lei das S/A;
- b) O papel da CVM;
- c) Novo Mercado: a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo;
- d) O Código Brasileiro das melhores Práticas de Governança Corporativa;
- e) O apoio do Governo;
- f) A atuação dos fundos de pensão;

5.1 A nova Lei das S/A

A promulgação da Lei 6.404/76 representou uma verdadeira revolução no campo contábil. Passados os primeiros anos de sua experimentação seguiu-se um período de sua consolidação prática e aplicação, regulando de maneira adequada as relações das sociedades anônimas com seus acionistas, entre seus acionistas e terceiros.

A Lei 6.404/76

visou basicamente criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito à regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade. (Veirano, 1998, p.42)

Nos últimos anos, ocorreram profundas transformações na sociedade brasileira com acentuado movimento de internacionalização das atividades empresariais, gerando um processo de abertura democrática com reflexo na área empresarial.

Através dos dados contidos no Quadro 3, a seguir pode-se constatar a ocorrência de grandes alterações ao longo dos últimos anos no Brasil.

Quadro 3 -Panorama das alterações mais recentes

ANO	ALTERAÇÕES OCORRIDAS
1988	Nova Constituição
1989	Eleição direta para presidente, após quase três décadas de regime militar
1990	Abertura da economia e maior inserção do Brasil no comércio internacional.
1994	A economia sofreu uma brusca mudança com a implantação do Plano Real.
1995	A Lei 9.249/95 eliminou a correção monetária.
1997	A Lei 9.457/97 faz marcantes alterações na Lei 6.404 de 1976.
2001	A Lei 10.303/01, conhecida como a Nova Lei das S/A contempla uma verdadeira reforma para a Lei. 6.404 de 1976 e Lei 9.457/97.
2001	A Bolsa de Valores de São Paulo implementa os segmentos diferenciados de Governança Corporativa.
2001/ 2002 e 2003	O tema Governança Corporativa se concretiza com as ações da Bovespa, da CVM, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o apoio do Governo e a atuação dos Fundos de Pensão.

Fonte: a autora, 2003

Alterar a legislação constitui-se em via difícil de trilhar e que nem sempre atinge os resultados desejados, tendo em vista a característica dinâmica do mercado, além da possibilidade de grandes embargos devido aos diversos interesses dos agentes econômicos em questão.

A FIPE, em seu trabalho, apontou os principais obstáculos a implantação da reforma da Lei das S/A:

A reforma da lei das SA começou com um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades de um mercado de capitais moderno e que de fato funcione como uma fonte de financiamento para as empresas. No entanto, ao longo de 2000, foi-se percebendo que as forças reformistas perdiam momento e o conteúdo da reforma se esvaziava. Prova disto foi o gigantesco número de propostas de emendas (cerca de 200), sendo que em grande parte estas emendas propõem redução nos direitos dos minoritários. O projeto que foi finalmente aprovado pela Câmara dos Deputados no início de 2001 deixou uma clara percepção de que não se deve esperar que reformas legais modifiquem radicalmente o panorama do mercado de capitais.

A principal falha na tentativa de reformar a Lei das SA foi ignorar o poder político dos grupos oponentes. Reformas na legislação referente a governança das empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas. Obviamente a principal frente de oposição é formada pelos grupos que controlam estas empresas, pois um aumento da proteção dos minoritários equivale a uma redução do valor do controle destas empresas. A grande dificuldade em viabilizar uma reforma plena reside no elevado poder político dos grupos controladores. Finalmente, devemos notar que tais dificuldades não são exclusivas ao Brasil. Melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de serem implementadas através da mudança de legislação em qualquer país.” (Fipe, 2001,

p.24)

A reforma ocorreu um pouco mais tímida que o projeto original. As principais reformas da Lei 10.303/01 contemplam entre outras, os mecanismos de tag along, a competência do conselho fiscal, a proporção entre as ações e extinção das partes beneficiárias.

Mecanismos de Tag Along -

Minoritários detentores de ações ordinárias poderão alienar suas ações por 80% do valor recebido pelo controlador por ocasião da troca de controle.

Possibilidade de o minoritário aceitar um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Conselho Fiscal

Tem competência para fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores.

Pode denunciar aos órgãos de administração e, se estes não tomarem providência para proteger os interesses das companhias, à assembléia geral os erros, fraudes ou crimes que descobrir, e sugerir providências úteis.

Companhia Aberta

Classifica as companhias abertas em categorias de acordo com as espécies e classes de valores mobiliários por elas emitidos e exige oferta pública para o fechamento do capital da companhia, e definição de critérios para avaliação (preço justo). Estabelece o direito de revisão da avaliação do minoritário com mais de 10% das ações em circulação.

Minoritários no Conselho

Estabelece a possibilidade de representante preferencialista (com mais de 10% do capital social) com transitoriedade de até cinco anos, e minoritários ordinaristas (com mais de 15% do capital votante). Caso o quórum exigido dos preferencialistas e ordinaristas minoritários não seja atingido, poderão agregar suas ações para eleger em conjunto um membro para o conselho.

Proporção entre ações

As novas companhias abertas poderão emitir no máximo 50% de ações preferenciais.

Quando da promulgação da Lei 6404/76 a maior parte das empresas era de propriedade de grupos familiares e a emissão de ações acarretaria o risco da perda de controle das empresas. Como forma de contornar esta situação o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) ficou estabelecido em 66% propiciando a manutenção do controle com apenas 17% do capital. Estabeleceu-se que o pagamento dos dividendos às ações preferenciais seriam dez por cento acima do pagamento dos dividendos das ações ordinárias como forma de compensar o direito de voto suprimido. Esta situação incentiva que as empresas busquem formas alternativas de retirar recursos das empresas evitando a via da distribuição de dividendos.

A Lei 10.303/01 vem alterar este perfil estabelecendo que as novas companhias abertas poderão emitir no máximo 50% de ações preferenciais.

Direitos Essenciais

Mecanismo de arbitragem pode ser usado para resolver conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre controladores e minoritários.

Partes beneficiárias

Companhia aberta fica proibida de emitir partes beneficiárias, uma categoria especial de ações que dá prioridade no recebimento de juros e dividendos.

Direito de retirada

Terá direito de retirada o acionista cujas ações não tiverem liquidez ou dispersão no mercado.

Nós temos um sistema legal extremamente bem aparelhado que permite que as relações entre os diversos protagonistas da sociedade possam ser equitativas, com observância de direito, sem que haja a apropriação de ativos de um por outros, que se encontravam em situação de conflito de interesses.

Creio que o sistema legal é extremamente bem preparado, definido, e tem os institutos adequadamente previstos. Acho que o nosso problema não é legal e sim de cultura. (Cantidiano, 1998, p.46)

Na abordagem de Cantidiano a empresa brasileira mantém uma estrutura antiga de empresa familiar fechada. O empresário não queria um sócio ao qual tivesse que prestar contas. Tínhamos um processo inflacionário que estimula a aplicação em poupança e renda fixa, ainda que gerando resultados ilusórios. Os investidores institucionais agiam de forma passiva. Enfim, “embora a nossa lei esteja adequadamente elaborada, não desenvolvemos entre nós uma cultura de mercado”(Cantidiano, 1998, p.46).

5.2 O papel da CVM

A CVM desempenha um papel fundamental na garantia do aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção aos acionistas e ao mercado em geral. A partir de sua experiência de 25 anos conjugada com a experiência de diversos países, relatórios de pesquisas, códigos de governança nacionais e internacionais, a CVM elaborou e publicou em junho de 2002 a cartilha contendo as recomendações relativas as boas práticas de governança corporativa.

Afirma-se que o objetivo das corporações é maximizar o valor do investimento em ações, o que requer da companhia um bom desempenho em termos comparativos e a satisfação dos diversos interesses e demandas de todos os que se relacionam com a empresa. (Bocater, 1998, p.111)

Compete à CVM, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, entre outras atribuições assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão e proteger os titulares de valores

mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias. Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários emitidos e às companhias que os tenham emitido além de assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Em nível regulamentar, os autores que se preocupam com o tema governança corporativa têm salientado a necessidade de se priorizar o

fornecimento de informações – quantitativamente e qualitativamente –, de forma a tornar o usuário apto à tomada de decisões que lhe competem ou que lhe interessa. (Camacho, 1998, p.118)

A abordagem da CVM de Governança Corporativa se fundamenta em quatro pilares: transparência, o conselho de administração, os minoritários e a parte contábil e de auditoria.

Quadro 4 - Conceitos abordados – CVM

ITENS	CONCEITOS ABORDADOS
TRANSPARÊNCIA	<p>A visão de transparência aborda cinco itens, sendo que três deles tem foco na Assembléia de Acionistas. A forma, o prazo de convocação e o processo de votação.</p> <p>Estrutura Acionária e Grupo de Controle complementam os assuntos abordados neste item.</p>
ESTRUTURA E RESPONSABILIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	<p>O conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objetivo social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento.</p>
PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.	<p>As decisões de alta relevância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie. Dentre as decisões de maior importância, destacam-se (1) aprovação de laudo de avaliação de bens que serão incorporados ao capital social; (2) alteração do objeto social; (3) redução do dividendo obrigatório; (4) fusão, cisão ou incorporação; e (5) transações relevantes com partes relacionadas.</p>
AUDITORIA E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	<p>Trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciaram preponderantemente o resultado, indicando os principais fatores de risco a que está sujeita à companhia, internos e externos.</p> <p>A companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo International Accounting Standards Board (IASB) ou utilizadas nos Estados Unidos da América (United States Generally Accepted Accounting Principles – US GAAP), atestados por auditor independente.</p>

Fonte: a autora, com base na Cartilha da CVM 2002

Diante de nosso sistema legal, a auditoria independente é uma atividade circunscrita fundamentalmente aos aspectos contábeis, que se delimitam no âmbito da contabilidade, bem como de tudo aquilo que é financeiro, econômico, expresso na contabilidade. O que temos percebido é que, mais recentemente, ao longo do tempo essas empresas estão se transformando em mundos cada vez mais complexos, assim como complexas estão ficando as operações com as quais elas se envolvem. (Costa e Silva, 1998, p.90)

Costa e Silva argumenta que o aumento da complexidade das operações e do mundo dos negócios em geral tem aumentado cada vez mais a necessidade da certificação de que a informação, seja em qualquer aspecto, represente a realidade da empresa, o que tem reforçado a necessidade da função do auditor independente.

Costa e Silva traçando um panorama do futuro apresenta uma novidade no Brasil, que seria o controle de qualidade externo, o “pair review”,

outro auditor independente verificando a consistência das metodologias da forma de trabalho do auditor que estaria sendo “escrutinado”. Quer dizer, não se trata de fazer uma revisão da auditoria, pois não se quer que um auditor revise o trabalho de outro, mas sim que um auditor examine os métodos de trabalho, a forma como trabalha e verifique a consistência do trabalho um do outro. (Costa e Silva, 1998, p.98)

Os principais mercados estão caminhando para um padrão internacional de contabilidade que facilite a análise e comparação das empresas pelos investidores. As empresas devem adotar além dos princípios de contabilidade observados no Brasil as normas internacionais de contabilidade.

A companhia deverá divulgar, trimestralmente, relatório destacando os pontos relevantes do período, descrevendo fatores de risco, concorrência de negócios e fatores

macroeconômicos que possam atingir a empresa.

O mercado de capitais, particularmente seu segmento acionário, tem tudo para se transformar em poderoso instrumento de desenvolvimento econômico e social do país, adverte Nóbrega et al., quando ressalta a crescente sofisticação da Bolsa de Valores e a atuação dos investidores institucionais.

O Brasil está dando passos fundamentais para concretização desse novo ambiente. O principal deles é a evolução que se observa no setor privado, particularmente a crescente sofisticação das Bolsas e a fantástica evolução dos investidores institucionais, que aos poucos se preparam para reproduzir, no país, o papel fundamental que seus similares exercem nas economias desenvolvidas. (Nóbrega et al, 2000, p.10)

5.3 Novo mercado, nova performance: a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo

A BOVESPA reproduziu a iniciativa alemã através da criação, em dezembro de 2000, do Novo Mercado (Neuer Markt) no Brasil.

“A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil em que o setor privado toma a liderança no processo de promover reformas”. (FIPE, 2001, p.24)

A partir da constatação de que uma reforma legislativa é necessária para modificar regras referentes às empresas que já abriram seu capital, porém desnecessárias para as novas empresas, a Bolsa Alemã criou um segmento especial, o Neuer Markt.

A criação do Neuer Markt não necessitou de reforma na legislação. Apenas as empresas que se direcionam ao Neuer Markt adotam regras mais restritivas, não porque são obrigadas por lei mas porque consideram que seja vantajoso para elas.

O Neuer Markt é um mecanismo que permite a algumas empresas enviarem um sinal amigável aos investidores minoritários e, portanto, se diferenciar das demais empresas.

Uma vantagem crucial deste modelo é a inclusão de uma cláusula contratual prevendo que quaisquer conflitos serão resolvidos por câmaras de arbitragem (uma câmara arbitral funciona como uma justiça privada – as decisões destas câmaras têm força de lei e não são passíveis de ser questionadas no judiciário). Deste modo, os investidores têm a certeza de que quaisquer recursos serão julgados rapidamente e com a devida competência, livrando-os da tradicional morosidade do judiciário. (Fipe, 2001, p.25)

Reconhecendo que as regras estabelecidas para o Novo Mercado são bastante rígidas e que as empresas brasileiras enfrentariam dificuldade em se adequarem, a Bovespa buscou uma configuração que estivesse de acordo com a realidade brasileira e criou outros dois níveis de governança – o Nível 1 e o Nível 2.

O Novo Mercado, o Nível 1 e 2 são segmentos especiais da bolsa de valores. Diferentemente do “Neuer Markt” criado visando receber empresas novas, no Brasil as empresas participantes do mercado tradicional podem migrar para este segmento da Bolsa. As empresas deverão assinar um contrato com a Bovespa e cumprir as regras de boa governança. Desta forma, a bolsa de valores contempla quatro mercados (ou quatro selos); mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

O Novo Mercado se apresenta como uma boa alternativa para companhias e investidores. Do ponto de vista do investidor, aumenta a oportunidade de comprar um produto que oferece maior garantia de tratamento mais justo para o acionista, conjugando interesses de diferentes classes de proprietários.

Do ponto de vista da empresa, haveria um ganho com a valorização das ações no mercado, redução dos custos de captação de recursos. Ao fazerem parte do segmento especial da Bovespa sinalizam para o mercado como detentoras de um selo de qualidade, cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa, aliada a forma de ter a Bovespa como a administradora de tais contratos.

Em junho de 2001, ocorreram as primeiras adesões e começou, nesta época, a ser divulgado o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC.

“Esse índice, composto pelas ações das empresas listadas nos Níveis 1 e 2 ou no Novo Mercado, será um benchmark para as carteiras que tenham como referencial ações de empresas com boas práticas de Governança.” (Folheto BOVESPA, 2001)

O novo mercado não requer sistema operacional diferenciado do mercado tradicional e a Bovespa não classifica automaticamente as empresas como Nível 1 ou Nível 2, mesmo que hipoteticamente haja alguma que já esteja, voluntariamente, atendendo a todos os requisitos necessários de um desses segmentos. Para ser considerada Companhia Nível 1 ou 2, é necessária a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, tendo a companhia, seus controladores, administradores (Conselho de Administração e Diretoria) e a BOVESPA como partes.

Com o Contrato, todas as partes signatárias concordam em seguir o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. No caso de adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado, as partes também aderem à Câmara de Arbitragem do Mercado.

A maior parte dos compromissos que as empresas do Nível 1 assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa.

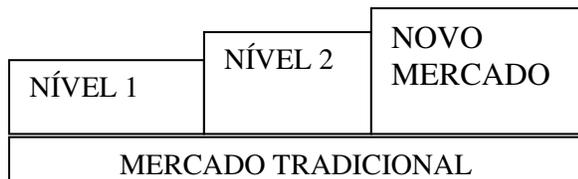
As ITRs (Informações Trimestrais) constituem um documento que todas as empresas de capital aberto listadas na

BOVESPA enviam à CVM e à própria Bolsa trimestralmente e as IANs (Informações Anuais) no final de cada ano. Estes documentos contêm as demonstrações financeiras do trimestre ou do ano em referência e outros comentários considerados importantes. Além das informações que já são obrigatórias por lei, a companhia do Nível 1 deverá incluir nas ITR's e IANs outras informações como demonstrações financeiras consolidadas, demonstração de fluxo de caixa e informações adicionais sobre os valores mobiliários emitidos pela companhia.

A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira. Deve também divulgar um calendário anual com as datas dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação dos resultados trimestrais e outros, facilitando o acompanhamento pelo mercado.

Objetivando melhorar a liquidez e a pulverização das ações da companhia do mercado secundário, o Regulamento exige que:

- a) a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação;
- b) quando das distribuições públicas, que a empresa adote procedimentos especiais de distribuição podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.



Atualmente, trinta e quatro empresas fazem parte dos segmentos especiais Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Embora o número de empresas listadas nos segmentos especiais

ainda seja relativamente pequeno, em relação às 400 empresas listadas na BOVESPA, a sua representatividade é significativa. Em dezembro de 2002, as empresas dos Níveis 1 e 2 e Novo Mercado já respondiam por 22,9% da capitalização do mercado (valor de mercado das empresas) e por 23,2% do volume negociado na BOVESPA. (Novo Mercado, edição especial, 2003, p.3)

Os requisitos do Nível 2 abrangem todas as regras do Nível 1, acrescidas de algumas regras societárias e da divulgação de demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais, com a intenção de aumentar sua visibilidade, visando especialmente aos investidores estrangeiros a empresa deve elaborar demonstrações financeiras anuais de acordo com US GAAP ou IASC GAAP e as demonstrações trimestrais de acordo com padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Nível 1, traduzidas para a língua inglesa.

As regras societárias para as empresas do Nível 2 são mais fortes como forma de permitir a maior participação dos investidores. As empresas devem ter Conselho de Administração composto por, no mínimo, cinco membros, com mandatos unificados de um ano.

Também fazem parte das regras societárias os direitos econômicos. Os controladores e as companhias do Nível 2 garantem que em caso de venda do controle acionários, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas (100% do valor às ações ordinárias e 70% do valor aos titulares de ações preferenciais), e no caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, o controlador fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembléia geral a partir uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. A escolha dá-se por maioria absoluta de votos das

ações em circulação (ou seja, sem os votos do controlador) independentemente da espécie ou classe. (Folhetos BOVESPA Nível 1, e 2, 2001)

Embora tenham fundamentos semelhantes o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

Constituem empresas alvo para o Novo Mercado as que venham a abrir seu capital e as listadas na Bovespa com apenas ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias.

5.3.1 Câmara de Arbitragem

A Câmara de arbitragem do Mercado foi instalada em 27 de julho de 2001, visando oferecer um foro adequado para a solução de conflitos, relacionados ao mercado de capitais. A Câmara proporcionará aos investidores maior segurança para aplicar sua poupança no mercado acionário nacional, pois viabiliza a solução de conflitos de forma sigilosa e rápida, além de contar com um quadro de árbitros capazes de lidar com a complexidade e a especificidade das questões técnicas do mercado de capitais.

Todo cidadão tem o direito de firmar um contrato e solucionar eventuais conflitos dele decorrentes sem a intervenção do Poder Judiciário, elegendo, para tanto, o uso da arbitragem.

No Brasil, a arbitragem já era prevista no Código de Processo Civil, mas foi a Lei nº. 9.307/96, chamada Lei da Arbitragem, que consolidou sua regulamentação. O compromisso das partes é o fundamento da arbitragem: a Lei nº. 9.307/96 prevê a assinatura da cláusula compromissória, no próprio contrato ou em documento separado, por meio da qual as partes de uma relação jurídica comprometem-se a submeter à

arbitragem todos os conflitos que surjam entre elas.

A arbitragem proporciona às partes contratantes sigilo, rapidez, economia e a certeza de um julgamento realizado por pessoas especializadas, com profundo conhecimento do assunto em discussão.

Na arbitragem não é permitida a divulgação dos fatos e documentos constantes de um processo arbitral. As sentenças devem ser definidas pelos tribunais arbitrais em, no máximo, 180 dias. Se uma sentença for dada após esse prazo será nula de acordo com a lei. No caso brasileiro, além de aliviar a sobrecarga da Poder Judiciário, os árbitros atuam como juízes, decidindo as questões de acordo com a lei e observando os aspectos técnicos da matéria em questão. A eliminação de várias formalidades e de recursos contra as decisões torna a arbitragem mais rápida e econômica.

Internacionalmente, a solução de conflitos por meio da arbitragem é uma prática muito frequente. No Brasil, a utilização da arbitragem vem evoluindo, representando uma importante alternativa ao sistema judiciário.

A empresa que entra para o Novo Mercado e para o Nível 2 além do contrato de adesão com a BOVESPA adere também ao Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado.

A Câmara de Arbitragem do Mercado é composta por um secretário geral e por um número de trinta árbitros, entre os quais são eleitos um presidente e dois vice-presidentes. Os árbitros, inclusive o presidente, os vice-presidentes e o secretário geral, têm mandados de dois anos, permitida a recondução.

A criação da Câmara Arbitral visa a oferecer um foro adequado de discussão de matérias relativas à esfera da Lei das S.A., dos estatutos sociais das Companhias, das normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, dos regulamentos da Bovespa e das demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral.

5.4 O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa

O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa preparado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC foi lançado em um evento na Bovespa em 6 de maio de 1999, com a presença dos presidentes da Bovespa, da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), da CVM e do IBGC.

No desenvolvimento do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foram ouvidas entidades governamentais, entidades de mercado, associações de classe, associações de profissionais e indivíduos de reconhecida competência na matéria, além de entidades internacionais congêneres. O Código, entretanto, foi elaborado com total independência pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (Código:1999)

O Código tem como objetivo indicar caminhos para as empresas visando melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital. Configurado em seis partes, o Código trata das seguintes questões: Propriedade, Conselho de Administração, Gestão, Auditoria, Fiscalização e Ética.

O Código pode incluir temas cobertos ou não pela legislação e a sua aplicação é voluntária. Os proprietários de empresas interessados em melhorar o seu desempenho ou facilitar o acesso ao capital são aconselhados a praticar os conceitos do Código.

Transparência, Prestação de Contas (Accountability) e Equidade são as linhas mestras do Código.

A importância da evidenciação encontra-se retratada no código que exige que o executivo principal e a diretoria satisfaçam às diferentes necessidades de informação dos proprietários, do conselho de administração, da auditoria independente, do conselho fiscal, das partes

interessadas (stakeholders) e do público em geral.

Quanto à prestação de contas, o Código exige que os agentes da governança corporativa, ou seja, o Conselho de Administração, o executivo principal e a diretoria, a auditoria independente e o conselho fiscal prestem contas de suas atividades a quem os elegeu ou escolheu.

O tratamento justo e equânime deve caracterizar o relacionamento entre os agentes da governança corporativa e as diferentes classes de proprietários.

5.5 O apoio do governo

O BNDES, principal agência de fomento do Brasil, pelo seu tamanho e forma de atuação tem uma presença marcante e determinante na economia brasileira.

O Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa, de adesão voluntária, foi criado objetivando colocar em prática o conceito de que melhor governança reduz o custo do capital.

O Programa é composto por quatro pacotes, com diferentes graus de exigências nas práticas de Governança Corporativa, cujo cumprimento dará as empresas o direito de obterem benefícios nos financiamentos junto ao BNDES. Os pacotes são: Bronze, Prata, Ouro e Platina.

Os benefícios podem ser compostos com um aumento no nível de participação do Banco, o alongamento do prazo de financiamento, ou a redução na taxa de juros ou ainda, uma combinação destes componentes.³

O BNDES anunciou em setembro deste ano(2003) a criação do Programa de Apoio à Capitalização de Empresas Distribuidoras de Energia Elétrica.

³ O Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa atualmente está sendo revisto pelo BNDES.

A iniciativa prevê o apoio financeiro do BNDES, contra subscrição de debêntures conversíveis em ações, para empresas que obtenham junto aos bancos credores e a seus acionistas controladores o compromisso de participação no programa de capitalização. As empresas terão também que adotar padrões de Governança Corporativa, com a meta de atingir o Novo Mercado da Bovespa. (BNDES:2003)

5.6 A atuação dos Fundos de Pensão

A função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes: de um lado o poupador que tem excesso de recursos e o tomador que necessita recursos para os investimentos. Os investidores institucionais têm se firmado neste cenário como detentores de recursos de longo prazo trazendo oportunidades de investimentos em atividades produtivas.

Entende-se por investidores institucionais “instituição que dispõe de vultosos recursos mantidos com certa estabilidade, destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial, que investe esses recursos no mercado de capitais.” (Cavalcante Filho, 2001, p.310)

Nóbrega et al destacam a importância da poupança no estudo “O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil” (2000).

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Esta expansão é função, por sua vez, de investimentos em capitais e recursos humanos. Esses investimentos funcionam quando produzem dois efeitos: acumulação do capital produtivo e aumento da produtividade (do capital e da mão-de-obra). O crescimento se acelera quando os investimentos são direcionados para as melhores alternativas, isto é, aquelas que apresentam os maiores retornos econômicos e sociais. (Nóbrega, 2000, p.6)

Os investimentos e a forma como são realizados estão na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança viabiliza os investimentos e o crescimento encontra-se atrelado aos elementos incentivadores da poupança. A eficiência na utilização da poupança reduzirá por sua vez o custo dos investimentos permitindo a sociedade desfrutar de níveis crescente de bem estar com conseqüente redução da pobreza.

“Todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes.” (Nóbrega et al, 2000, p.6)

Existem três caminhos, segundo Nóbrega, para associar a poupança ao investimento. (1) o autofinanciamento – forma mais simples, mais primitiva e mais limitada onde indivíduos e empresas geram seus próprios recursos e investem apenas aquilo que eles mesmo poupam; (2) o governo, direcionamento recursos da sociedade para os investimentos que julga mais adequados – pode envolver algum mecanismo impositivo seja na captação dos recursos ou em sua alocação; e (3) o financiamento via mercado de capitais, considerada a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as atividades mais produtivas.

“O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico” (Nóbrega et al, 2000, p.24)

Segundo Rabelo, (1998) no modelo brasileiro o principal mecanismo de disciplinamento e monitoramento das organizações tem sido através dos investidores institucionais.

Rabelo evidencia que “o sistema de governança corporativa existente no Brasil e na América Latina como um todo – e eu diria até em boa parte da Europa Continental – baseia-se

em grandes investidores, bancos e instituições.” (Rabelo, 1998, p.17)

No caso brasileiro, o papel dos fundos de pensão e de outros investidores institucionais têm sido cada vez mais relevante. Nos mercados onde existe forte presença da propriedade concentrada, onde a governança se dá através dos grandes investidores, o investidor minoritário corre mais risco de expropriação do seu investimento do que naqueles países onde o modelo de governança está amparado no aparato jurídico, com um sistema de proteção legal mais eficiente. (Rabelo, out., 1998, p.18).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A importância da governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais tem sido ressaltada por diversos autores e instituições em diferentes países.

Os Estados Unidos presenciaram o despertar e o desenvolvimento do tema enquanto que a Alemanha inovou com a criação do Novo Mercado. Pode-se concluir, no entanto, que a implementação de melhoras práticas de governança corporativa se apresenta como um desafio tanto para economias desenvolvidas como para os países considerados emergentes.

O tema tem despertado a atenção de grandes organizações internacionais como a OCDE e tem sido objeto de estudo de autores de diferentes áreas de conhecimento ligados às academias e ao mercado de capitais, tanto no Brasil como no exterior.

Nos mercados como o dos Estados Unidos, caracterizado pela presença de empresas com capital disperso a governança corporativa busca estabelecer mecanismos para lidar com o problema de agência evidenciado pela dificuldade em se alinhar interesses entre quem detém a propriedade e quem assume a gestão.

No Brasil, onde o mercado apresenta um grande número de empresas familiares ou empresas cujo controle encontra-se concentrado em poucas mãos, o conceito de

governança corporativa assume uma configuração diferente da adotada pela economia americana. Pode-se constatar uma forte busca em estabelecer mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, que dado a pequena participação nas empresas, encontram dificuldades em influenciar as decisões.

A premissa de que deve haver princípios e padrões que sejam praticados por todas as empresas abertas, se não em todo o mundo, pelo menos no mesmo país é um ponto que todos concordam e tal preocupação passa desde reconhecer a importância da padronização das demonstrações contábeis alcançando a independência do conselho de administração.

No Brasil, ainda estamos longe de um sistema perfeito, no entanto, pode-se realçar o interesse dos diversos segmentos da sociedade. As alterações da legislação (Lei 10.303/01), a atuação da CVM, do BNDES e a postura adotada pelos fundos de pensão a partir do programa de privatização são iniciativas que confirmam a disposição em se criar um ambiente favorável ao empreendimento facilitando o acesso ao capital.

A BOVESPA estabeleceu um marco na Governança Corporativa brasileira através dos níveis diferenciados de governança corporativa e a criação do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC constituindo um padrão de qualidade com reflexos para todo o mercado.

O reconhecimento e valorização de empresas que implementam práticas de governança certamente contribuirão para estimular e impulsionar o mercado de capitais no Brasil que tem sido palco de recentes transformações no ambiente doméstico e tem sentido o reflexo do acentuado movimento de internacionalização das atividades empresariais.

As tendências que vêm se configurando nos ambientes nacional e internacional apontam para um novo cenário marcado pelo foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABAMEC, Novo Mercado, Nova Performance. *Revista Mercado de Capitais*. Ano X, n. 91, out./nov./dez., 2002.
- ARAÚJO, Luiz Nelson Porto. Governança Corporativa, *Revista Trevisan* n. 130, Dez., 1998.
- _____. Os fundamentos da Governança Corporativa nas economias desenvolvidas. *Revista Trevisan*, n. 131, Jan., 1999.
- BERGLÖF, Erik, THADDEN, Ernest Ludwigvon, et al. *Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies* – Annual World Bank Conference on Development Economics - 1999 (p.135-162) THE WORLD BANK. WASHINGTON, DC. december 2000.
- BOCATER, Maria Isabel. *Governança Corporativa*. Seminário de Governança Corporativa. Organização IBGC. out., 1998.
- BNDES Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa. *Informe BNDES*, n.166, Dez., 2002 – Jan/2003. <http://www.bndes.gov.br>, Este Programa está sendo revisto pelo BNDES (10/09/2003).
- CÂMARA DE ARBITRAGEM – *Câmara de Arbitragem do Mercado*. Edição Bovespa: março, 2002.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Seminário de Governança Corporativa*. Organização IBGC, out., 1998.
- CARVALHO, Antônio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Trabalho preparado para a Bovespa. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 05/02/2003.
- CAVALCANTE FILHO, Francisco et al. *Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- CVM, *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. CVM, Jun., 2002.
- FOLHETOS BOVESPA - NÍVEL 1 E 2 – *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. Edição Bovespa: novembro 2001 e NOVO MERCADO - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Edição Bovespa, nov., 2001.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. *O papel do sistema BNDES no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. São Paulo, Jul., 2001.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*: 2001. disponível no site www.ibgc.org.br. acesso ao site em 12.02.2003
- IUDÍCIBUS, Sérgio et al. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. FINECAFI. São Paulo: Atlas, 2000.
- KANITZ, Stephen. *Executivos e empresários*. www.lcvco.com.br acesso em 14.03.2003
- NÓBREGA, Maílson da, LOYOLA, Gustavo, GUEDES FILHO, Ernesto Moreira, PASQUAL, Denise de. *O Mercado de Capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta o Brasil*. BOVESPA, São Paulo, Jul., 2000.
- NOVO MERCADO Edição 17 - *Boletim Informativo do Novo Mercado*, de 16/10/2002.
- _____. Edição Especial – Bovespa, 2003.
- OECD – *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*. A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. OECD = ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 1998.
- RABELO, Flávio Marcílio. *Seminário de Governança Corporativa*. Organização IBGC, out., 1998.

- REGULAMENTO – *Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado*. Edição Bovespa: jan., 2002.
- ROCHA, Bruno, MUNIZ, Iam. *Casos Brasileiros*. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.
- ROCHA, Bruno. Mudando de Lado. A Luta de Robert A.G. Monks pela Governança Corporativa nos EUA. *Revista Relações com Investidores*, n. 52, jun., 2002Rocha 2002
- ROSENBERG, Cynthia. Conselhos bem-vindos. *Revista Exame*, 31 de outubro de 2001.
- SILVA, André Luiz Carvalhal da. *A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor de Mercado, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. Tese de Doutorado. 2002.
- SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, v..5, n. 9, p.123-146, 1998.
- SILVA, Francisco Costa e. *Seminário de Governança Corporativa*. Organização IBGC, out., 1998.
- VASCONCELLOS, Paulo Conte. Governança Corporativa diz respeito a criação de valor. *Revista Relações com Investidores*, n. 52, p.19-20, jun., 2002.
- VEIRANO, Ronaldo Camargo. *Seminário de Governança Corporativa*. Organização IBGC, out., 1998.

