

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
FUNDAÇÃO DOM CABRAL
Mestrado Profissional em Administração**

**A ADESÃO A BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA E SEUS IMPACTOS SOBRE A AVALIAÇÃO
FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS**

Marcelo Castro Domingos da Silva

**Belo Horizonte
2009**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Marcelo Castro Domingos da Silva

**A ADESÃO A BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA E SEUS IMPACTOS SOBRE A AVALIAÇÃO
FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título em Mestre em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Patricia Bernardes

**Belo Horizonte
2009**

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

S586a Silva, Marcelo Castro Domingos da
A adesão a boas práticas de governança corporativa e seus impactos sobre a avaliação financeira das companhias abertas / Marcelo Castro Domingos da Silva. Belo Horizonte, 2009.
118f.

Orientadora: Patrícia Bernardes
Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Administração.

1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais. 3. Ações (Finanças). 4. Bolsa de valores. I. Bernardes, Patrícia. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658.152

A meus pais, pelo extraordinário apoio e incentivo de sempre, com todo meu carinho e admiração.

À Flavinha e ao Pedro, minha esposa e filho tão amados.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de mestrado constitui o principal produto de um período de grande dedicação e crescimento pessoal. Gostaria de ressaltar que esta conquista é fruto da dedicação e ajuda de várias pessoas, que contribuíram das mais diversas maneiras, e às quais agradeço.

À professora Patrícia Bernardes, minha orientadora, pelo apoio e conhecimento transmitidos, e também pelo rigor e requisitos de qualidade impostos a este trabalho.

Aos membros da banca examinadora do projeto de tese, professor Sérgio Resende e professora Ângela Versiani, pelas enriquecedoras observações e sugestões.

Aos demais professores do programa de mestrado da PUC Minas e Fundação Dom Cabral, e também aos meus colegas de mestrado, para os quais desejo os mais sinceros votos de sucesso profissional.

À equipe de análise e gestão da DLM Investimentos Administração de Recursos, da qual tenho orgulho de fazer parte, pelo apoio, estímulo e atenção a este projeto.

A cada um dos profissionais que dedicaram seu tempo a prestar informações e a conceder entrevistas no âmbito da pesquisa de dissertação: Rodrigo Blanco Fernandez, analista de investimento do Banco Fator; Márcio Prado, analista de valores mobiliários do Banco Santander; Bruno Levacov, sócio-gestor da Investidor Profissional; Carlos Affonso D'Albuquerque, diretor de Relações com Investidores (RI) da American Banknote; Paulo Ângelo Carvalho de Souza, diretor do fundo de pensão Magnus Sociedade Previdenciária e presidente da Apimec-MG (Associação dos Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais); Silvio Guerra, diretor de RI da Localiza Rent a Car; Antônio Carlos Velez Braga, gerente de RI da Cemig – Cia. Energética de Minas Gerais; Letícia Wrege, superintendente de RI do Banco PINE; Ricardo Ribeiro, gestor de recursos da SITA Sociedade Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários; Rodrigo Tiraboschi, gerente de RI do grupo Multiplan; Gilson Rodrigues Bentes, gerente de RI da Cosipa (empresa do Sistema Usiminas), Matheus Perdigão Rosa, analista de RI da Usiminas – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais e Rodin Spielman de Sá, CFO e diretor de RI da holding de investimentos em tecnologia IdeiasNet.

Se as contribuições, no entanto, são tantas e tão valorosas, são de minha responsabilidade as inevitáveis imperfeições desta dissertação.

RESUMO

Esta dissertação de mestrado investigou a Governança Corporativa (GC), tema que tem ocupado cada vez mais espaço na atividade de investimentos e na gestão de empresas, em especial naquelas de capital aberto. Este trabalho teve a finalidade de identificar como profissionais de investimento do mercado de capitais entendem que a GC de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo afeta seu trabalho na avaliação de empresas e seus conseqüentes impactos sobre a valoração de ativos. Assim, este estudo permitiu não só a resolução do problema de pesquisa, como identificou como a GC está presente no processo de decisão de investimento e, ainda, se os investidores estão dispostos a pagar mais pelas companhias que demonstram maior grau de transparência e equidade no tratamento de seus acionistas e público relacionado. O referencial teórico se fundamentou na GC e na reputação organizacional, fazendo uso de conceitos e categorias oriundos da economia e da administração. Utilizaram-se como instrumentos de análise entrevistas aplicadas em 14 profissionais de investimento do mercado de capitais brasileiro (analistas e dirigentes de empresas) e considerou-se como pressuposto que há uma relação inversa entre a valorização das ações e a taxa de desconto aplicada para se calcular o valor justo das ações. Os resultados sugerem que a governança corporativa consiste em fator importante, porém não determinante para a criação de valor econômico das companhias.

Palavras-chave: Governança corporativa. Reputação organizacional. Mercado de capitais. Valor das ações.

ABSTRACT

This dissertation has investigated the subject of Corporate Governance, which has increasingly taken on more importance in the investment activity and organization management, especially in public companies. The aim of this work has been to identify how investment professionals of the capital market consider the extent to which corporate governance within the firms listed in São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) affects their work on assessing companies, and its further impacts on asset value. Therefore this study has enabled to find a solution for this research subject matter, and identified the ways corporate governance is present in the decision-making process. It has additionally discussed the investors' willingness to pay more for companies that show transparency and fairness on approaching their stakeholders. The theoretical framework of this dissertation is based on corporate governance and corporate reputation, using concepts and categories from economics and management. The methodology consisted of interviews with fourteen investment professionals of the Brazilian capital market (analysts and administrators). The assumption has been that there is an inverse relationship between companies' stock prices and the discount rate used to calculate the stock fair value. The outcomes indicate that corporate governance represents an important factor, although not a determinant in the creation of companies' economic value.

Key words: Corporate governance. Corporate reputation. Capital market. Stock value.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Estatística das Aberturas de Capital na Bovespa – 2004 a 2008.	31
Quadro 2: Níveis Diferenciados da BOVESPA	67
Quadro 3: Companhias listadas no Novo Mercado.....	71

LISTA DE SIGLAS NACIONAIS E INTERNACIONAIS

ABAMEC – Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais
ANIMEC – Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais
APIMEC – Associação dos Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BDR – Brazilian Depositary Receipt
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
CEO – Chief Executive Officer
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS – International Financial Reports Standards
IGC – Índice de Governança Corporativa
OECD – Organisation for Economic Cooperation and Development
SEC – Securities and Exchange Commission
US-GAAP – United States Generally Accepted Accounting Procedures
WACC – Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
2.1 Preâmbulo	15
2.2 Governança Corporativa	15
2.2.1 <i>Sustentação teórica: conceitos e categorias</i>	15
2.2.2 <i>Governança Corporativa: surgimento e trajetória</i>	21
2.2.3 <i>Níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA</i>	27
2.3 Reputação Organizacional e Governança Corporativa.....	36
3 METODOLOGIA.....	40
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	47
4.1 A importância da GC para o trabalho de um analista.....	47
4.2 A separação entre os modelos de GC.....	48
4.3 O contexto institucional e organizacional brasileiro em relação à GC.....	49
4.4 A influência da GC na valoração dos ativos	51
4.5 A influência dos níveis diferenciados de GC na valoração das empresas	52
4.6 O Conselho de Administração (CA) e a GC.....	53
4.7 A GC e sua influência sobre a reputação corporativa	55
4.8 Os desafios para a implementação da GC nas companhias brasileiras.....	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57
6 REFERÊNCIAS	61
APÊNDICE A	66
APÊNDICE B.....	74

1 INTRODUÇÃO

O interesse pelos estudos do tema governança corporativa (GC) deve ser compreendido no âmbito da globalização financeira. Os investidores globais, como grandes fundos de investimentos¹, desejam mobilidade de capital e empresas bem governadas, visando ampliar seus ganhos e reduzir seus riscos de perdas ao redor do mundo. Ademais, os mercados de capitais representam fonte importante de captação primária de recursos para investimentos pelas empresas.

As primeiras fundamentações teóricas da GC nasceram nas economias mais avançadas do Ocidente a partir dos anos de 1920 e 1930, para dar respostas à crise de 1929 e aos processos de dispersão do capital e da cisão entre propriedade e gestão ocorridas no final do século XIX. No entanto, os estudos que fundamentam teoricamente os princípios e as práticas de GC se deram a partir das duas últimas décadas do século XX, sob a égide do institucionalismo², que valoriza a normalização bem definida e as regras claras.

A GC ganhou importância a partir da constatação de que o tratamento a investidores deve ser igualitário e a divulgação de resultados e riscos das empresas deve ser transparente. A GC suporta-se na transparência, na equidade, na responsabilidade corporativa e na credibilidade nas informações contábeis, e representa avanços alcançados a partir da junção dos objetivos de órgãos reguladores e comitês nacionais constituídos por representantes de diferentes grupos de *stakeholders*³ (IBGC, 2003).

Desses princípios, nasceram as práticas de GC, mecanismos por meio dos quais se objetiva implementar e fiscalizar a GC. Ou seja, tais **princípios** são operacionalizados por meio das “boas práticas⁴” de GC. A título de exemplo, podem-se citar: i) as práticas de divulgação adotando padrões contábeis mundialmente estabelecidos - US-GAAP (United States Generally Accepted

¹ Fundos de investimentos: comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais.

² Institucionalismo: termo que se refere aos estudos da Nova Economia Institucional, para a qual o arcabouço institucional visa minimizar as conseqüências negativas das ações econômicas e políticas de uns agentes sobre outros. São seus principais representantes: Coase, R.H., North, D.C. e Williamson, O.

³ *Stakeholders*: a definição adotada é a Freeman (1984, p.79-80), que conceitua *stakeholders* como “indivíduos e grupos que podem afetar ou serem afetados pelas organizações através de suas realizações”. Ou seja, *stakeholders* são todos os envolvidos em um processo, por exemplo, acionistas, administradores, clientes, fornecedores, comunidade, etc. O sucesso de qualquer organização depende de suas partes interessadas e, por isso, é necessário assegurar que suas expectativas e necessidades sejam conhecidas e consideradas.

⁴ “Boas práticas” ou “melhores práticas” de GC: termos que estarão sendo utilizados neste trabalho e que indicam a adoção de práticas recomendadas pelos códigos de práticas de GC.

Accounting Procedures) e IFRS (International Financial Reports Standards) - que padronizam a divulgação de informações e permitem sua clara interpretação por um público amplo de investidores; ii) mecanismos de dispersão mínima do capital, como a exigência de *free float* mínimo⁵ em circulação; iii) garantia ao direito de prêmio de controle em casos de alienação do capital (*tag along*⁶), dentre outros.

No item 2.2.2 deste estudo, *GC: surgimento e trajetória*, constatar-se-á que as práticas de GC difundiram-se globalmente e crescente número de nações aderiu aos códigos de melhores práticas sugeridos por órgãos reguladores, investidores institucionais ou pelas instituições que operam o mercado de capitais. Essas são razões que justificam a presença do tema desta pesquisa na pauta dos mercados financeiros e de capitais, das empresas e dos centros de pesquisa.

O mercado de capitais, como importante veículo financiador da capitalização das empresas e, conseqüentemente, do crescimento econômico, demanda um ambiente com menos incertezas e mais transparência para o seu desenvolvimento. Nos mercados mais desenvolvidos e, cada vez mais, nos mercados em desenvolvimento, o financiamento pelas companhias acontece por intermédio do mercado de capitais, que financia a ampliação de estruturas produtivas, aquisições e até sua internacionalização. Nesse contexto, é notório que a aderência às melhores práticas de GC é fundamental às companhias, dadas as suas necessidades de financiamento para operação e expansão.

A avaliação de investimentos considera que quanto maior a previsibilidade na análise, menor tende ser o risco, logo, menor a taxa de desconto associada ao investimento e, conseqüentemente, menores os custos para a captação de recursos. Ou seja, o valor de uma empresa é dado pela razão entre sua geração de caixa e seu custo de capital. Quanto mais imbuída dos princípios mandatários da GC, maior a valorização potencial das ações, pois são descontadas a uma taxa menor. A taxa de desconto considera o custo da dívida e o custo da taxa livre de risco da empresa. Comumente, os analistas do mercado financeiro utilizam uma taxa denominada Weighted Average Cost of Capital (WACC), a qual pondera o risco total da empresa para o cálculo do seu valor. Pode-se ainda argumentar que a geração de caixa aumenta à medida que se adotam boas práticas de GC, pelo efeito dos ganhos de competitividade advindos da gestão sustentável.

⁵ *Free float* mínimo: significa todas as ações emitidas pela Companhia, excetuadas as ações detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial (de propriedade exclusiva do ente desestatizante).

⁶ *Tag along*: é um mecanismo aplicável em casos de venda de controle. Significa o direito de todos os acionistas venderem suas ações ao comprador do controle, em conjunto com o vendedor do controle.

Diante do exposto, este trabalho pretende identificar como profissionais de investimento do mercado de capitais entendem que a GC de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA⁷) afeta o trabalho dos primeiros na avaliação de empresas. O estudo visa identificar como a GC está presente no processo de decisão de investimento e, ainda, se os investidores estão dispostos a pagar mais pelas companhias que demonstram maior grau de transparência e equidade no tratamento de seus acionistas. Mais especificamente, o problema de pesquisa aqui proposto corresponde às seguintes perguntas: *no processo de avaliação, recomendação e decisão de investimentos em ações⁸, pelos analistas do mercado financeiro, a percepção das práticas de governança corporativa adotadas nas companhias interfere significativamente na metodologia de avaliação financeira dos títulos mobiliários⁹ negociados na Bovespa?*

Vale ressaltar que a atividade de analista considerada nesta pesquisa condiz com a visão adotada pelo mercado de capitais. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – autarquia responsável pelo credenciamento destes profissionais – o analista é responsável, em caráter profissional, pela avaliação de investimentos em valores mobiliários e por recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos, para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento (CVM, 2003). Os analistas do mercado financeiro fundamentam, portanto, as decisões dos gestores de recursos e da maioria dos investidores, sejam eles individuais ou institucionais.

Esta pesquisa utilizou como pressuposto o instrumento de análise mais comumente adotado pelo mercado: descontos de fluxos de caixa futuros. Assim, tomou-se por base este método já incorporado à metodologia tradicional de avaliação de investimentos pelos profissionais de mercado, que considera a geração de caixa potencial de cada companhia “descontada” por uma taxa de risco ajustada à mesma companhia (e levando em conta

⁷ BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo. Associação civil que tem por objetivo social, entre outros, manter o local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto. É também sua função preservar padrões éticos de negociação e divulgar as operações executadas com rapidez, amplitude e detalhes. Em 2008, integrou-se à Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), originando a BM&F BOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Juntas, as companhias formam a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a líder no continente latino-americano. A nova bolsa oferece para negociação ações, títulos e contratos referenciados em ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias e moedas nas modalidades à vista e de liquidação futura.

⁸ Ações: títulos negociáveis, que representam a menor fração do capital social de uma companhia. Possuem rendimento variável, composto pelos resultados distribuídos pela própria companhia (dividendos, bonificações, subscrições e alterações no valor nominal) e pelo mercado (lucro ou prejuízo na venda decorrente de variação nos preços de mercado). As ações podem ser ordinárias, conferindo a seu titular o direito de voto em assembléia; ou preferenciais, conferindo ao seu titular a preferência no recebimento de dividendos.

⁹ Títulos mobiliários: neste caso, ações.

também condições macroeconômicas). Por meio deste método, é possível derivarmos uma combinação de efeitos advindos da GC sobre a redução da taxa de desconto e também sobre o aumento da perpetuidade. Isto agregará valor à companhia que adote boas práticas de GC. O objetivo desta dissertação, no entanto, é qualitativo, e não se relaciona ao desenvolvimento de fórmulas financeiras e matrizes comumente adotadas, haja vista que o instrumento utilizado nesta pesquisa foram entrevistas, compostas de 8 perguntas, aplicadas a 14 profissionais de investimento¹⁰ do mercado de capitais.

Já foram realizadas pesquisas estatísticas sobre GC no Brasil e em outras partes do mundo, as quais tentaram correlacionar a adoção das boas práticas de GC à cotação dos títulos no mercado. Neste trabalho utiliza-se como pressuposto que a adoção das boas práticas de GC auxilia no processo de decisão de investimento, sendo que elas são percebidas através da atuação dos profissionais de investimento. Esses, à medida que se relacionam, direta ou indiretamente, com as companhias investidas, exercem o dever fiduciário de representação dos investidores. A consequência é que o comportamento em bolsa de valores das companhias sofre interferência dos processos de decisão de investimentos, que consideram aspectos qualitativos, numa visão clara de construção de valor para acionistas e carteiras. A relação que se inicia na análise e abrange um relacionamento proativo pode ser valiosa sob este aspecto (da capitalização bursátil), tanto para investidores quanto para as companhias.

Para responder à questão proposta nesta pesquisa, esta dissertação é composta por cinco capítulos. No capítulo 1, a introdução deste estudo; no capítulo dois, será apresentada a fundamentação teórica, que tratará dos conceitos e categorias que sustentam a GC, além de discorrer acerca do seu surgimento e desenvolvimento, bem como dos balizadores dos atuais preceitos, aceitos globalmente, dos níveis diferenciados de GC estabelecidos pela BOVESPA e a reputação organizacional em sua relação com a GC; no capítulo três, apresentar-se-á a metodologia utilizada e a justificativa de sua escolha; no capítulo quatro, serão efetuadas análises das entrevistas aplicadas neste trabalho. Por fim, no capítulo cinco, encontram-se as considerações finais. Estas concluirão sobre o entendimento dos profissionais de investimento do mercado de capitais integrantes da amostra acerca da interferência da GC de companhias listadas na BOVESPA em seus trabalhos de avaliação de empresas, identificando ainda de que forma a GC está presente no processo de decisão de investimentos e se os investidores estão dispostos a pagar mais pelas companhias que demonstram maior grau de transparência e

¹⁰ Profissionais de Investimento: neste trabalho, significa o mesmo que Analista, Gestor ou Profissional de Relações com Investidores. Essas categorias profissionais integram e trabalham no mercado de capitais em funções técnicas complementares e interligadas, podendo servir à amostra como mesmo grau de satisfação.

equidade no tratamento de seus acionistas. Constam, ainda, algumas considerações complementares e também as limitações a esta pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Preâmbulo

Esta dissertação de mestrado se fundamenta na GC, tema relevante e cada vez mais relacionado ao cotidiano dos indivíduos, empresas, mercados e sociedade. O referencial teórico que sustenta os estudos em GC vem sendo sistematizado nos últimos trinta anos, em especial, sob os conceitos de conflitos de agência, custos de transação e as categorias contratos e direitos de propriedade.

Também neste capítulo tratar-se-á da trajetória da GC, enfatizando os marcos históricos de notável relevância dos níveis diferenciados de GC estabelecidos pela BOVESPA e que norteiam o mercado de capitais brasileiro atualmente e, em seguida, da reputação organizacional, subsídio para a análise que se segue, acerca da influência da GC nos valores mobiliários, pelos profissionais de investimento, e seus possíveis reflexos na valoração dos ativos.

2.2 Governança Corporativa

2.2.1 Sustentação teórica: conceitos e categorias

A economia neoclássica postula que os indivíduos escolhem uma dentro de um conjunto de oportunidades econômicas que se apresentam por igual a todos os agentes econômicos, sendo que o mecanismo de competência permite que os indivíduos mais aptos e eficientes as aproveitem efetivamente. Diferentemente, a partir da década de 1930, tal postulado foi colocado em xeque, para dar respostas às falhas de mercado. Enfatizou-se que as oportunidades são identificadas por meio de um esforço deliberado, que consiste em buscar informações pertinentes, estabelecer acordos e contratos, negociar os direitos de propriedade e aproveitar as restrições e incentivos legais existentes. As sistematizações das contribuições

institucionalistas sob a forma de sua fundamentação teórica surgiram a partir da década de 1970 e sustentam teoricamente os estudos da GC. (BERNARDES; ALVES, 2008).

North (1990) afirma que o alto custo das informações e os diferentes níveis de acesso à informação sobre os objetos das transações são os pontos de partida para explicar como alguns conseguem se beneficiar, em detrimento de outros, em suas relações de troca. Neste contexto, apesar de relevantes ao estudo da economia, as contribuições neoclássicas podem ser consideradas como limitadas no que se refere à realidade das firmas, justificando o questionamento de tais premissas pelos institucionalistas.

As instituições compreendem regras formais, limitações informais (normas de comportamento, convenções e códigos de conduta auto-impostos) e os mecanismos responsáveis pela eficácia desses dois tipos de normas, as quais podem minimizar as ações negativas (econômicas, políticas e sociais) de um agente sobre outros (ESPINO, 1999). Desse modo, pode-se dizer que as instituições cumprem seu papel quando, efetivamente, conseguem mitigar as incertezas e os conflitos de interesse, promovendo o bem-estar da comunidade e alavancando o crescimento da economia. (NORTH, 1992, 2005).

Por não considerar que o mercado se auto-regula eficientemente, ou seja, não é perfeito, que os agentes participantes do mercado não possuem acesso equânime às informações disponíveis e que possuem interesses divergentes uns dos outros, entende-se neste trabalho que a GC se fundamenta na Teoria Institucionalista, sistematizada a partir dos anos de 1975 (WILLIAMSON, 1975, 1985, 1996; COASE, 1988; ESPINO, 1999; NORTH, 1992, 2005). Coase (1937, 1988) corroborou ao afirmar que o mundo real possui assimetrias de informação que impedem que os direitos de propriedade sejam negociados a custo zero, ou seja, sem os custos de transação. Coase *apud* North (1992) assevera que só se obtêm os resultados neoclássicos de mercados eficientes quando não há custos de transação, pois, quando esses são considerados, as instituições passam a adquirir importância, uma vez que um conjunto de instituições políticas e econômicas que ofereça transações de baixo custo viabiliza a existência de mercados de produtos e fatores eficientes necessários ao crescimento econômico.

Zylbersztajn e Sztajn (2005) ratificam essa ótica quando afirmam que os neoclássicos desenvolveram pensamentos acerca do mercado e não das instituições, assim, é necessária a busca de novas alternativas para preencher tais lacunas.

Para Williamson (1989), o custo de transação ocorre porque a racionalidade e as informações são limitadas e imperfeitas, além de existirem ativos específicos, ou seja, aqueles

ativos que perdem muito de seu valor quando realocados para outras atividades. Quanto maiores os custos de transação na economia, maior a importância das instituições.

North (1992), por sua vez, define os custos de transação como aqueles aos quais todas as operações de um sistema econômico estão sujeitas, ou seja, são os custos provenientes da transferência dos direitos de propriedade ou de uso. Dentro da economia dos custos de transação, uma das classes institucionais mais relevantes é a do contrato, pois permite minimizar a complexidade e as incertezas que geralmente são presentes nas negociações. O contrato estrutura, organiza o mercado e altera-o, uma vez que delimita as ações de cada agente. (BERNARDES; ALVES, 2008).

Se fosse possível a criação de instituições que reduzissem os custos de transação, isto é, os custos de transferir, capturar e proteger os direitos de propriedade (BARZEL, 1997 *apud* Zylbersztajn e Sztajn, 2005), seria possível o engajamento dos indivíduos para resolver os problemas allocativos desses direitos. Por sua vez, ao Estado compete garantir as condições necessárias para o funcionamento dos mercados e dos demais arranjos institucionais. (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

Segundo North (1992), desempenho institucional e econômico são interdependentes, uma vez que as instituições são necessárias para intimidar ações oportunistas dos agentes e minimizar os custos de transação e de cumprimento de contratos. Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) consideram a firma como um *nexus* de contratos formais e informais responsáveis pela regulamentação do relacionamento entre os diversos agentes. Entretanto, pode-se esperar que haja conflitos em relação ao interesse dos agentes e à maximização de interesses pessoais, assim, haverá divergência de interesses. Os conflitos podem ser extintos caso haja monitoramento do agente e contratos que prevejam incentivos adequados.

Ocorre que sempre haverá o desalinhamento de interesses entre os detentores da propriedade e os detentores do poder de controle das empresas - conflitos de agência - à medida que as corporações se desenvolvem e que acontecem a pulverização de seu capital e a dissociação entre controladores e dirigentes. (BRANDÃO; BERNARDES, 2005).

Os comportamentos imperfeitos e os contratos incompletos acarretam custos de agência, os quais incluem gastos relativos às necessidades de criação e monitoramento de contratos entre os agentes, vigília das atitudes do agente pelo principal, prestação de contas do agente para o principal, perdas residuais oriundas da divergência de interesses entre o agente e o principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Desse modo, a situação ideal seria a assinatura de contratos entre controladores e investidores, que previssem todas as situações passíveis de ocorrência, pois assim seria possível plena harmonia entre ambas as partes. (JENSEN, 2001).

Como isso não ocorre, os gestores necessitam utilizar o direito residual de controle, ou seja, o direito a tomar decisões, em situações não previstas contratualmente, originando, em determinadas situações, ganhos menores do que os esperados pelos investidores. Assim, há pendências a serem resolvidas entre principal e agente, e como os interesses entre as partes não são convergentes, fez-se necessária a criação de regras que tornassem a convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada – a governança corporativa. (ZINGALES, 1998).

A teoria da agência considera a impossibilidade de desenhar contratos ótimos, devido à existência de assimetria informacional (informação oclusa ou ação não-observável); possui como elementos fundamentais a existência de objetivos conflitantes entre o principal e o agente, custos positivos de observabilidade e mensuração e graus diferentes de aversão ao risco entre o agente e o principal, (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

No Brasil, o conflito mais comum ocorre entre acionistas minoritários e majoritários e vem sendo minimizado através de medidas como o acordo de acionistas, que tem permitido a acionistas minoritários participar de instâncias de poder. Em mercados de capitais mais maduros, como os EUA e o Reino Unido, o conflito mais presente se dá entre acionistas minoritários; esse conflito tende a ser reduzido com a democratização do mercado mobiliário, isto é, com um maior acesso ao capital financeiro e às ações das empresas de capital aberto.

Vale ressaltar que os problemas históricos que deram origem ao tema GC sempre estiveram associados aos conflitos de agência. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Supõe-se que a GC guarda relações com o controle de risco e com os modelos de *valuation*¹¹. A avaliação de investimentos tem se tornado uma ferramenta cada vez mais valiosa para o mercado financeiro e para as companhias em geral, tendo em vista o mercado ter se mostrado bastante dinâmico, fomentando as operações no mercado de capitais, as fusões e aquisições de empresas. Os investidores visam sempre maximizar seus lucros por meio da valorização dos ativos (ações, no caso das companhias listadas em bolsa e dos fundos de ações), logo, quantificar o valor destes de forma precisa é fundamental. Ademais, muitas transações acontecem tendo como forma de pagamento exatamente as ações da companhia adquirente ou das companhias fundidas (troca de ações). Portanto, é de fundamental interesse que estas sejam bem avaliadas.

De acordo com North (1990), um mercado eficiente é consequência de instituições que, em determinado momento, oferecem avaliação e execução contratuais de baixo custo.

¹¹ *Valuation*: avaliação financeira de um ativo, notadamente pelo método de fluxo de caixa descontado.

Para que a eficiência seja duradoura, é essencial haver instituições econômica e politicamente flexíveis, que se adaptem às novas oportunidades, as quais devem oferecer incentivos para a aquisição de conhecimentos e instrução, promover inovações, estimular a disposição de correr riscos e a criatividade. Um corolário lógico disso é a descentralização das decisões, permitindo à sociedade explorar formas alternativas de resolução de problemas. As instituições, portanto, devem não somente promover a avaliação dos direitos de propriedade a baixo custo e a legislação sobre concordatas, como também oferecer incentivos que estimulem decisões descentralizadas e mercados efetivamente competitivos.

No Direito, diz-se que o direito de propriedade é como um feixe que engloba os direitos de uso, usufruto e abuso, e que confere o exercício da exclusão sobre a coisa, que permite afastar terceiros que dela pretendam se apropriar, usar ou gozar. (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

Partindo do conceito de que se negociam não os bens-objeto de Direito, mas direitos de propriedade sobre dimensões de bens, Coase (1988) assevera que, na ausência de “custos de transação”, a alocação ou distribuição inicial dos direitos de propriedade sobre as dimensões dos bens não terá importância, pois os agentes negociarão a transferência dos direitos a custo zero, podendo realocá-los eficientemente. Ainda afirma que “o mundo real apresenta fricções que denominamos custos de transação, fricções estas causadas por assimetrias de informação que dificultam ou impedem que os direitos de propriedade sejam negociados a custo zero”. (COASE, 1988).

Dado que os direitos de propriedade são, muitas vezes, compartilhados, a possibilidade da sua realocação e transferência dependerá da existência de “custos de transação”. A realocação dos direitos de propriedade é regulada por contratos que definem os termos da troca tanto nas condições do uso do recurso quanto na divisão dos resultados. Sua eficiência depende da existência de mecanismos institucionais legais, que garantam o cumprimento das promessas sempre que a contratação e a execução da operação forem defasadas no tempo, como no caso dos contratos de execução diferida, por exemplo. (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005). Sobre essa perspectiva, enxergam-se relações contratuais de prazo indefinido, caso dos colaboradores e empregados da companhia, e de curto e longo prazo, caso de outras contrapartes.

Tanto os contratos baseados na disciplina positiva como os acordos informais, suportados por outros mecanismos, surgem a partir da necessidade de dar eficácia a uma relação de troca de direitos de propriedade em um ambiente em que os agentes podem tomar decisões oportunísticas, em que as informações podem ser assimétricas e em que a

racionalidade limitada impede a redação de contratos completos no sentido que a palavra cabe na literatura de Economia do Direito. Herbert A. Simon o primeiro a caracterizar os processos administrativos como processos de decisão. Na sua obra, Simon analisa a estrutura da escolha racional humana, ou seja, o modo como o indivíduo decide, para estudar a anatomia (estrutura) e a fisiologia (funcionamento) da organização e descrever o trabalho do administrador. O administrador contenta-se em adquirir um número limitado de informações, “o chamado nível satisfatório”, que possibilite a identificação dos problemas e algumas soluções alternativas. O que o indivíduo faz, na realidade, é formar uma série de expectativas das consequências futuras, que se baseiam em relações empíricas já conhecidas e sobre informações acerca da situação existente (SIMON, 1965, p.81).

Contratos estabelecem o padrão de comportamento, expresso na forma de um conjunto de deveres, que as partes definem por interesse mútuo. É, portanto, por meio de contratos que os agentes buscam coordenar as suas ações, realizando ganhos coletivos. Como as transações apresentam custos diversos, um contrato que atenuar esses custos resulta em melhora de desempenho econômico das firmas e mercados, com implicações diretas ao desenvolvimento econômico e social. (MASTEN, 1998 *apud* Zylbersztajn e Sztajn, 2005).

A partir do trabalho de Coase (1998), abriu-se o caminho para o tratamento mais realista do fenômeno denominado firma vista como um feixe particular de contratos cuja coordenação reflete as limitações impostas pelo ambiente institucional e os objetivos estratégicos. Formas alternativas de coordenação – governança – e ambientes institucionais distintos trarão resultados diferentes para as organizações. Neste contexto, a governança começa a se desenvolver como uma forma de regulação que visa minimizar as incertezas provenientes das falhas dos contratos e dos consequentes conflitos entre os agentes envolvidos nas operações.

Segundo o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2003, p. 6), GC é

... o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade...

De acordo com o código de melhores práticas da Comissão de Valores Mobiliários (2002, p.2), GC é

...o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A importância da GC tem diversas dimensões. O tema relaciona-se com a segurança do patrimônio dos investidores, com a crescente assimetria de recursos quando os diferentes agentes envolvidos são comparados - conflitos de agência entre acionistas-gestores ou entre *stakeholders* em geral - e, por fim, relaciona-se também ao risco, cada vez maior, associado ao capitalismo de dimensões globais.

A inevitável contrapartida do agigantamento do mundo corporativo foi, desde então, o aprofundamento dos conhecimentos de gestão e as adaptações permanentemente requeridas para os avanços qualitativos dos três mundos afins – o do capitalismo, o das corporações e o dos seus gestores. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p.53).

O item a seguir discorrerá acerca do surgimento e trajetória da Governança Corporativa no mundo e no Brasil.

2.2.2 Governança Corporativa: surgimento e trajetória

A separação entre o agente e o principal ocorreu a partir do surgimento do capitalismo internacional. A mecanização dos sistemas de produção, foi responsável pelo desencadeamento das bases da industrialização e, por conseguinte, pelo desenvolvimento da empresa moderna, as quais se depararam com a insuficiência de recursos antes provenientes de poupanças individuais. As necessidades de capital das empresas passaram então a ser supridas por associações entre investidores, fundos mútuos, entre outros. O controle do capital passou para a esfera corporativa, que centralizou o controle das informações e dos negócios.

Contudo, essa postura sofreu modificações, devido à influência do *Crash* da Bolsa de Nova Iorque, em 1929, que prenunciou a pior crise econômica de todos os tempos; o governo e os investidores passaram a ficar mais atentos aos objetivos dos gestores do capital a fim de alinharem interesses e objetivos. Assim, os investidores, desejosos em recuperar o capital investido, voltaram-se ao cotidiano das empresas com ações negociadas em bolsas de valores, a fim de acompanhar *in loco* as atividades de seus dirigentes.

O movimento pela adoção de “boas práticas” de governança corporativa se acelerou nos anos 70, a partir do questionamento das sociedades acerca do papel das grandes corporações. O crescimento acelerado das empresas e dos grandes capitais ao longo das décadas de 60 e 70, a forma como os grandes capitais migravam para países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, influenciando as economias e as políticas desses países, suas práticas em relação à exploração dos recursos naturais e à (não) adoção de políticas de preservação e proteção à natureza e seu poder de manipulação dos mercados acionários causaram desconfiança, tanto nos investidores quanto no público em geral.

As discussões acerca da GC começaram a intensificar-se a partir do final da década de oitenta, como corrobora Zingales (1998), ao afirmar que, na década de oitenta do século XX, não havia literatura na área de administração que tratasse de GC. Apesar disto, o termo *governança corporativa* passou a ser frequentemente utilizado nos Estados Unidos, no final dos anos 80, como indicativo de práticas que deveriam ser adotadas por companhias de capital aberto, com o objetivo de possibilitar ao público externo (acionistas, investidores, fornecedores, empregados e instituições financeiras, por exemplo) maior transparência e visibilidade de seus processos decisórios e, aos investidores, maior segurança em seus investimentos.

Em meados da década de oitenta, nos Estados Unidos, em um contexto de grande pulverização do controle acionário e, por conseguinte, com acionistas com pouco potencial de influência nas políticas corporativas definidas pelos gestores, tomou forma o movimento em torno da governança corporativa. A década de oitenta foi marcada por diversos casos de abuso de poder e expropriação de riquezas dos acionistas pelos executivos, os quais, na época, dominavam os conselhos administrativos. O movimento foi encabeçado pelos investidores institucionais, sobretudo os fundos de pensão.

Para Andrade e Rossetti (2006), foi nesse contexto que se desenvolveu o primeiro marco histórico para a concepção das boas práticas de governança corporativa – o ativismo pioneiro de Monks¹² que, a partir da década de 80, modificou o curso da governança nos Estados Unidos e reverberou nas práticas do mercado mundial. Monks, indignado com a passividade dos acionistas diante das práticas oportunistas praticadas pelos executivos das corporações norte-americanas, demonstrou ao mercado a necessidade da institucionalização das práticas de governança corporativa e de maior intervenção no mercado.

¹² Robert A. G. Monks, precursor do movimento por melhores padrões de governança corporativa nos EUA. O ativismo de Monks confunde-se com sua biografia profissional, sempre orientada para transformar a vida corporativa americana numa verdadeira democracia do capital.

Nos Estados Unidos, o ativismo de diversos investidores institucionais culminou em mudanças de práticas corporativas em diversas empresas norte-americanas, resultando em executivos demitidos por mau desempenho e elevação do número de membros independentes nos conselhos de administração, a partir da década de noventa.

No final dos anos oitenta, devido a uma série de escândalos no mercado financeiro, o governo do Partido Conservador determinou ao mercado a necessidade de medidas para evitar novos escândalos (CARLSSON, 2001). A Bolsa de Valores de Londres (London Stocks Exchange) formou um comitê, cujo objetivo era a revisão das práticas contábeis e dos demonstrativos financeiros, visando à prestação responsável de contas e à transparência – o Comitê de Cadbury. Além disso, esse comitê previa a definição das responsabilidades de conselheiros e executivos. O relatório do Comitê de Cadbury, publicado em 1992, foi considerado marco inicial da governança corporativa no Reino Unido.

Em 1995, o Comitê de Cadbury passou por uma revisão, a fim de discutir questões desconsideradas à época. O novo grupo de trabalho – o Comitê Greenbury – objetivava estudar e definir regras relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros. O relatório publicado pelo Comitê Greenbury foi responsável por consideráveis avanços na determinação de práticas de governança corporativa ligadas à remuneração dos dirigentes. Em seguida, o Comitê Hampel discutiu as diretrizes do Comitê Cadbury e selecionou as principais contribuições do Comitê Greenbury. O relatório resultante foi denominado Combined Code.

Desse modo, pode-se inferir que o Comitê Cadbury, apesar de não abarcar todas as questões relativas aos conflitos existentes entre acionistas majoritários e dirigentes, foi o precursor dos demais comitês, ademais, as práticas de governança recomendadas pelo Comitê de Cadbury influenciaram as práticas de governança de países como Canadá, Estados Unidos, França e Áustria. (CARLSSON, 2001; ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

O terceiro marco histórico da GC foi estabelecido pela Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD), uma organização multilateral, que abarca os 30 países mais industrializados do mundo e mantém relações ativas com mais 70 outros países, organizações não-governamentais (ONGs) e várias sociedades civis de abrangência internacional. Para a OECD, GC são os meios pelos quais as organizações são operadas e controladas, e, apesar de não haver um modelo de boa GC, o trabalho realizado nos países membros da OECD identificou elementos comuns em um processo de boa GC.

Desde a segunda metade da década de 1990, a OECD entende as práticas de boa GC como o elo entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações. Tal entendimento da OECD é de notória relevância, tanto pela abrangência dos

aspectos tratados quanto pela difusão internacional dos princípios de boa governança e, sobretudo, pela influência da instituição no cenário internacional. A missão da OECD foi desenvolver princípios que ajudassem os países membros a aperfeiçoar seus processos de GC, voltados para corporações de capital aberto, mas que também fossem aplicados a companhias não negociáveis em bolsa. Os princípios foram concisos, compreensíveis e acessíveis.

As principais recomendações adotadas pelo mercado mundial foram a definição dos objetivos das corporações, a prestação de contas e transparência, a auditoria, os conselhos de administração, os direitos e deveres dos acionistas, a cidadania corporativa e ética e a implementação do processo de governança.

Muito importante também foi o Ato Constitucional, conhecido como Sarbanes-Oxley – elaborado pelos senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley, este republicano de Ohio e aquele democrata de Maryland –, visando à regulamentação do mercado de capitais norte-americano. Foi sancionado em julho de 2002 pelo presidente dos EUA, George W. Bush. Os principais motivos que os levaram a confeccionar tal legislação foram os escândalos financeiros ocorridos em companhias de grande porte, como a Enron, afetando uma das mais antigas empresas de auditoria e contabilidade dos EUA, a Arthur Andersen; os problemas contábeis encontrados na WorldCom, que ocultou despesas para reportar falso lucro; e a Tycon, cujos controladores desviaram recursos em benefício próprio, culminando em significativa desconfiança no mercado acionário dos Estados Unidos. Dessa forma, o objetivo da SarbOx, ou ainda Sox, como também é conhecida, foi recuperar a credibilidade dos investidores nas empresas corporativas e no mercado de capitais, além de órgãos reguladores.

A Sarbanes-Oxley fez uma aposta maior naquilo que se chama *private enforcement*. As normas sobre certificação, controles internos, independência dos auditores, conflito de interesses dos analistas, e inclusive a garantia dada a qualquer empregado da empresa que delatar desvios de conduta relativos à elaboração de suas demonstrações financeiras, todas essas normas representam uma tentativa de mobilizar os próprios agentes do mercado, quer estejam dentro ou fora da empresa, em torno da prevenção e da autocorreção de qualquer tipo de desvio. (CANTIDIANO, 2005, p.2)

As crises financeiras são produto da aversão a risco por parte dos investidores, que necessitam de informações suficientes para mensurar as possibilidades de perdas e de ganhos. Daí o fato de todas as crises financeiras desde o *Crash* de 1929 serem sucedidas por medidas que elevem a qualidade da informação (como a criação da SEC – Securities and Exchange Commission –, nos Estados Unidos, em 1934). A informação tem sido o preço para as

companhias capturem recursos no mercado de capitais, modelo adotado até os dias atuais, e se constitui, portanto, ativo relevante.

Outro marco importante no Brasil foi a Nova Lei das S/A, de outubro de 2001, e suas modificações trazidas em relação à antiga Lei 6.404, de 1976. A nova Lei das Sociedades Anônimas buscava fortalecer o mercado de capitais através da incorporação de questões relacionadas à governança corporativa. A lei das S.A. passou a distinguir normas aplicáveis às companhias de capital fechado daquelas de capital aberto, estabelecendo regras específicas para as companhias abertas. A seguir encontram-se algumas inovações da nova lei apontadas pelo IBGC (2007):

- 1) Proteção dos acionistas ordinaristas em caso de fechamento de capital da companhia, que deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.
- 2) A proporção entre ações preferenciais e ordinárias sofreu redução, passando de 2/3 para 1/2 - para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- 3) Direito de recesso restabelecido em determinadas hipóteses de cisão de companhia – havia sido extinguido para viabilizar as privatizações.
- 4) A partir de 2006, os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital total terão direito de eleger e poder destituir, por votação em separado, um membro do conselho de administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta da participação acionária por três meses.
- 5) *Tag along* - medida em que o comprador assegura aos minoritários pelo menos 80% do valor acertado com o controlador em caso de oferta pública de recompra de ações (Figura 2). Esse direito não foi estendido aos preferencialistas. A lei vigente prevê que bloco de controle, ao cancelar o registro de companhia aberta, pode fixar o preço de aquisição livremente. O direito estava previsto no texto original da lei e foi excluído em 1997, período de início dos processos de privatização das estatais brasileiras.
- 6) Maiores exigências no processo de divulgação de informações para assembléias, bem como o alargamento de seu prazo de convocação.
- 7) Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual, e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração.
- 8) Possibilidade de os estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.

O fortalecimento e independência da CVM, que passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial com personalidade jurídica e patrimônio próprio, a democratização da gestão empresarial e a tipificação dos crimes contra o mercado de capitais, como o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (*insider information*), com o intuito de obter vantagens na negociação de valores mobiliários (a pena prevista é de reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante do benefício obtido ilicitamente), são outras mudanças trazidas pela lei.

O mercado acionário brasileiro vivenciou uma retomada e passou a contar com o suporte dos níveis diferenciados de GC criados pela BOVESPA e da nova Lei das S/A – foi marcada pela oferta inicial de ações de mais de 140 companhias de 2002 a 2007. A Nova Lei das S/A estabeleceu mandato para os dirigentes da CVM – Comissão de Valores Mobiliários –, bem como a criminalização de condutas lesivas, como o *insider trading* (transações baseadas em informações privilegiadas). Passou a determinar, como primeira função do Conselho de Administração, fixar a orientação geral dos negócios da companhia. A definição da filosofia de remuneração, por exemplo, enquadra-se numa das medidas mais importantes a serem tomadas pelos Conselhos de Administração (CAs), que pode ser muito útil à redução do risco empresarial. De acordo com Charam (1998, p. 108):

O conselho de administração deve analisar, em termos gerais, quais deverão ser as realizações do CEO¹³. A filosofia de remuneração deve capturar a essência dos propósitos do conselho de administração para o negócio. Quase sempre, ela promove o equilíbrio entre fatores que são atraentes para os investidores de curto prazo e fatores que constroem a organização no futuro. E a maioria também indica o nível de risco que o conselho de administração está disposto a aceitar – ou relutante em aceitar.

Ao exercerem seu papel, os CAs necessitam compreender também como o mercado de capitais enxerga o valor da empresa. A Sarbanes-Oxley e os requisitos para registro de títulos aumentaram a necessidade e a vantagem de se ter conselheiros bem informados sobre o processo de investimento. O CA tem a responsabilidade fiduciária de representar os investidores, tendo de responder a eles. Isto inclui a supervisão da administração e assessoria sobre estratégia e as principais iniciativas relacionadas à empresa.

No entanto, o contexto de elevado desenvolvimento das práticas de transparência e boa governança está ameaçado pela crise financeira de proporções mundiais iniciada em meados de 2007, avaliada por alguns analistas de mercado como a maior crise de crédito global desde 1929. Inúmeros são os desdobramentos advindos desse cenário deflagrado

¹³ CEO: *Chief Executive Officer*, ou Presidente Executivo.

inicialmente pela baixa qualidade dos créditos hipotecários norte-americanos e os instrumentos derivativos relacionados a eles. Diversas empresas atuantes no setor, casas bancárias e empresas, em geral, se viram contaminadas pelo baixíssimo *disclosure*¹⁴ envolvendo tais operações.

Ainda sobre a recente crise financeira internacional, cumpre reforçar que suas causas incluem falta de regulação – que permitiu o excesso de risco assumido pelo setor bancário –, ausência de fiscalização e até mesmo omissão de autoridades fiscalizadoras. A maioria dos investidores optou pelo investimento em ações atraído pelas novas práticas de GC anunciadas. As companhias se comprometeram a oferecer transparência a seus *stakeholders*. Depõe contra a companhia – e contra o mercado como um todo também – não honrar com esse compromisso. Momentos de crise exigem proatividade de qualquer companhia, especialmente das abertas. Manter os investidores atuais, ou atrair novos, dependerá exclusivamente das companhias, que necessitarão conquistar a confiança desse público.

A retomada recente do mercado de capitais brasileiro, iniciada há cerca de cinco anos, é mérito dos avanços institucionais, sobretudo em termos de GC. Pode ser o momento de demonstrar, na prática, o cumprimento dos compromissos assumidos com os *stakeholders*. Isto, certamente, significaria maior resiliência em um período de crise, como o atual.

O item a seguir tratará do desenvolvimento da GC no Brasil, especificamente sobre os níveis diferenciados e as práticas de GC praticadas na Bovespa.

2.2.3 Níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA

A crescente difusão do tema GC, no Brasil, é fator essencial às mudanças ocorridas no mercado de capitais. A relevância do tema é comprovada com a criação, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), em 2001, dos níveis diferenciados de governança – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado –, os quais classificam as empresas que possuem papéis negociados em bolsa de acordo com o grau de compromisso assumido em relação às práticas estabelecidas pela Bovespa. Em 1995, com a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), foi concretizado o início das ações para a difusão do tema no Brasil.

¹⁴ *Disclosure*: transparência.

O IBGC é uma organização exclusivamente dedicada à promoção da GC no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional. O IBGC – uma sociedade civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos – tem o propósito de ser referência nacional em GC, desenvolver e difundir os melhores conceitos e práticas, contribuindo para o melhor desempenho das organizações e, conseqüentemente, para uma sociedade mais justa, responsável e transparente.

No Brasil, o conflito de agência mais evidente se dá entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários excluídos do controle. Segundo o IBGC e a consultoria Booz Allen (2003), das 325 companhias privadas brasileiras com ações listadas na Bovespa, 58% estava nas mãos de um único acionista e 78% de até três acionistas. Ademais, fatos como conselhos fracos, sem representatividade, sem profissionalismo e pouco comprometidos, aliados às barreiras impostas pelos controladores e à assimetria de informações, caracterizam o Brasil como um país em que o conflito de agência perdura. Atualmente, o número de empresas listadas que aderiram aos níveis diferenciados aumentou, principalmente as listadas no Novo Mercado, montando em 102 empresas no Novo Mercado, 18 empresas no Nível 2 e outras 44 no Nível 1. Através da relação de listagens mais recentes, pode-se também inferir que as novas listagens obedecem, quase todas elas, a patamares mais elevados de práticas de GC. (BOVESPA, 2008).

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume (R\$ milhões)¹	Nº de corretoras²	Nº de investidores³
2008	OGX Petroleo	Novo Mercado	Primária	6.712	55	1.377
	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150	63	273
	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612	64	13.008
	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21	0	2
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	420	57	3.807
	MPX Energia	Novo Mercado	Primária	2.035	58	164
	BMF	Novo Mercado	Secundária	5.984	70	255.001
	Panamericano	Nível 1	Primária	700	61	21.222
	Laep	BDR	Primária	508	52	563
	Helbor	Novo Mercado	Primária	252	60	723
	Amil	Novo Mercado	Mista	1.401	69	4.398
	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699	55	13
	Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626	69	64.775
	Agrenco	BDR	Primária	666	55	805
	Marisa	Novo Mercado	Primária	506	67	13.177
	SEB	Nível 2	Mista	413	61	3.709
	Tenda	Novo Mercado	Primária	603	60	10.172
	Trisul	Novo Mercado	Primária	330	62	2.444
	BicBanco	Nível 1	Mista	822	62	5.197
	Sul America	Nível 2	Primária	775	67	19.261
	Satipel	Novo Mercado	Mista	413	59	6.807
Cosan Ltd*	BDR	Primária	275	59	1.572	

	Estacio Part	Nível 2	Mista	447	64	10.890
	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287	59	4.999
	Multiplan	Nível 2	Mista	925	66	24.419
	Providencia	Novo Mercado	Primária	469	64	11.135

(continua)

(continuação)

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume (R\$ milhões) ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2007	Springs	Novo Mercado	Mista	656	69	7.383
	ABC Brasil	Nível 2	Mista	609	49	6.050
	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513	59	7.139
	Guarani	Novo Mercado	Primária	666	63	12.388
	Kroton	Nível 2	Mista	479	60	11.297
	MRV	Novo Mercado	Mista	1.193	60	15.657
	Patagonia*	BDR	Mista	76	56	2.846
	Minerva	Novo Mercado	Mista	444	62	11.660
	Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945	53	17
	Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643	67	29.766
	Indusval	Nível 1	Mista	253	59	290
	Tegma	Novo Mercado	Mista	604	64	6.776
	Marfrig	Novo Mercado	Mista	1.021	62	4.933
	Daycoval	Nível 1	Mista	1.092	62	7.585
	Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574	61	4.221
	EZTec	Novo Mercado	Primária	542	62	5.553
	Log-In	Novo Mercado	Mista	848	67	26.898
	SLC Agricola	Novo Mercado	Mista	490	64	9.750
	Parana	Nível 1	Primária	529	50	8.586
	Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756	60	9.614
	Tarpon	BDR	Primária	444	56	10.714
	Sofisa	Nível 1	Mista	505	61	7.269
	Wilson Sons	BDR	Mista	706	57	11.915
	Cremer	Novo Mercado	Mista	552	58	9.419
	Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786	62	5.375
	CR2	Novo Mercado	Primária	308	58	2.810
	Bematech	Novo Mercado	Mista	407	60	8.718
	Metalfrio	Novo Mercado	Mista	453	65	9.672
	JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432	66	4.561
	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	350	64	9.275
	BR Malls Par	Novo Mercado	Primária	657	66	13.909
	Even	Novo Mercado	Primária	460	65	11.366
	Pine	Nível 1	Mista	517	55	20.251
JBS	Novo Mercado	Mista	1.617	61	22.984	
Anhanguera	Nível 2	Mista	512	60	13.742	
GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076	59	14.597	
São Martinho	Novo Mercado	Mista	424	64	24.686	
Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549	64	16.889	
Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791	66	17.436	
CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522	63	22.294	
Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449	62	14.181	
PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648	62	12.018	
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	850	60	10.177
	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475	59	9.930
	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604	61	18.814
	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522	55	8.860
	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379	58	9.446
	Terna Part	Nível 2	Mista	627	52	6.509
	Profarma	Novo Mercado	Mista	401	53	4.609
	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188	54	4.319
	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411	56	3.460
	Santos Bras	Nível 2	Mista	933	54	4.209
	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527	53	4.720
	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742	53	3.131

(continua)

(conclusão)

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume (R\$ milhões) ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2006	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	41	6
	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119	35	18
	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	52	5.514
	GP Invest*	BDR	Primária	706	49	2.373
	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	55	11.453
	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	35	3
	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453
	Equatorial	Nível 2	Mista	540	56	7.521
	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	57	16.322
	Company	Novo Mercado	Mista	282	55	13.166
	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	57	14.028
	Copasa	Novo Mercado	Primária	813	60	15.802
	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2	Mista	625	56	13.234
	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	52	9.079
	Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	54	7.666
	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	42	1.084
	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	44	468
	TAM S/A	Nível 2	Mista	548	48	1.212
	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	48	809
	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	52	4.022
2004	Renar	Novo Mercado	Primária	16	42	1.698
	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588	33	3.425
	Gol	Nível 2	Mista	878	40	11.397
Natura	Novo Mercado	Secundária	768	32	4.445	

Quadro 1: Estatística das Aberturas de Capital na Bovespa – 2004 a 2008.Fonte: www.bovespa.com.br acessado em 23/07/2008.

* Dados referentes somente à ("Oferta Brasileira").

1. Volume financeiro total da operação
2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição
3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

Pelo exposto, constata-se que é crescente o número de empresas de capital aberto que aderem aos níveis diferenciados de GC e que este é o padrão referencial para novas operações de capitalização por meio da emissão de ações. Isto ocorre no intuito de atender às demandas de um mercado mais exigente, de aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, obter custos de capital reduzidos e garantir sua sustentabilidade. A percepção do mercado de capitais em relação à GC é de criação de valor.

Investidores buscam equilibrar a relação entre prêmio e risco, optando por empresas que oferecem mais prêmio que risco. A prática básica dos investidores é a adoção do valor descontado da distribuição esperada de rendimentos (desconto de fluxos de caixa) como base para avaliar um negócio e seu risco. Os investidores computam uma taxa de desconto baseada

no grau percebido de risco: quanto maior o risco percebido, maior a taxa de desconto aplicada sobre os fluxos de caixa.

Ainda sobre a relação potencialmente conflitante entre acionistas majoritários e minoritários, o atual regulamento de listagem no Novo Mercado já garante a obrigatoriedade de apresentação de oferta pública de parte do adquirente de bloco de ações que assegure ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia – *tag along*. Essa garantia aos acionistas minoritários é especialmente importante no contexto de concentração de poder característico do mercado acionário brasileiro atualmente.

Contudo, nota-se que o país está integrado ao movimento mundial pela GC. Podem-se citar cinco ações brasileiras que demonstram tal integração: a reforma da Lei das SAs (Lei nº 10.303 de 31/10/2001), cujo objetivo é a melhoria da proteção dos direitos dos acionistas minoritários; o Plano Diretor do Mercado de Capitais, que apresenta 50 ações para o fortalecimento do mercado (ANIMEC, 2003); a emergência de propostas de códigos de GC, elaborados pela CVM, IBGC e ANIMEC; o fortalecimento dos princípios de responsabilidade social no Brasil e o lançamento dos níveis diferenciados de GC, em junho de 2001, pela Bovespa. (BERNARDES *et al.*, 2006).

Os níveis diferenciados de GC são segmentos de listagens destinados à negociação de ações emitidas pelas empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas adicionais às estabelecidas pela legislação brasileira, que é regida pela Lei das SAs. Acredita-se que a liquidez e a valorização das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança e transparência oferecidos pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

A adesão das companhias ao Nível 1, Nível 2 ou ao Novo Mercado depende do grau de compromisso assumido, sendo formalizada por meio de um contrato assinado pela Bovespa, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. As partes se comprometem a seguir as normas estabelecidas no Regulamento de Listagem do segmento específico, com os requisitos exigidos.

As companhias que aderem ao Nível 1 da Bovespa se comprometem a melhorar e manter, com constância, as informações ao mercado e seus acionistas; implementar ações que possibilitem a dispersão de capital e a transparência na divulgação dos acordos dos acionistas garantindo maior percentual de oferta de ações em circulação. Ademais, necessitam prestar mais informações do que as exigidas pela Lei das SAs. No entanto, as exigências para o respectivo nível não incluem elementos maximizadores da GC, como direto de voto às ações preferenciais, no caso de incorporação e fusão e extensão das mesmas condições obtidas pelos

controladores quando da venda do controle da companhia para as ações ordinárias e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais.

As empresas optantes pelo Nível 2 necessitam assumir, especificamente, ações relacionadas à participação de acionistas minoritários, ao papel exercido pelo conselho e à adesão à câmara de arbitragem (oferece aos acionistas alternativa mais ágil e especializada para a solução de conflitos que poderiam se prolongar por anos na justiça comum, além de serem julgados por membros com conhecimento técnico específico na área). As empresas listadas nesse nível possuem maiores compromissos com o mercado. Por conseguinte, sua responsabilidade com a prestação de contas e melhor relação com investidores resultam em elevado potencial de valorização dos seus ativos, uma vez que os níveis de risco são minimizados em relação às demais empresas listadas na bolsa, sendo estas últimas percebidas como detentoras de menores graus de proteção aos acionistas.

No entanto, as adesões ao Nível 2 não incluem o direito ao voto para todos os acionistas e a obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.

O Novo Mercado – o nível de maior exigência de governança corporativa – visa à expansão do mercado acionário com maiores investimentos e com a pulverização de financiamentos, por parte das empresas, contribuindo para a retomada do ciclo de crescimento do país, por meio do aumento de investimentos e criação de empregos diretos e indiretos. Esse segmento é direcionado às empresas que desejam abrir seu capital, enquanto as que se enquadram nos níveis 1 e 2 destinam-se àquelas que já possuem ações negociadas em bolsa. (IBGC, 2007; ANDRADE; ROSSETTI, 2006; BOVESPA, 2007).

De acordo com a própria BOVESPA, “a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.” (BOVESPA, 2008).

As empresas listadas no Novo Mercado, além de cumprirem as práticas dos segmentos de Nível 1 e 2, têm obrigação com a equidade e a justiça no tratamento aos acionistas. Ademais, o Novo Mercado não faz qualquer restrição com relação ao setor e nem se destina somente a companhias de menor porte. Qualquer companhia disposta a observar o Regulamento de Listagem do Novo Mercado é candidata a se listar nesse segmento.

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. Porém, esta não é a

única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- realização de 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 cinco membros e mandato unificado de até 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 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 IFRS (International Financial Reports Standards) ou US GAAP (United States General Accepted Accounting Procedures);
- 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: 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 e divulgação de resultados;
- divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos¹⁵ 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;
- adesão à Câmara de Arbitragem¹⁶ do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Diante ao exposto, é patente que o grau de transparência é fator crítico de sucesso às organizações de capital aberto. Assim, a GC, ao reduzir a assimetria de informações, contribui para a elevação do grau de credibilidade das organizações. A premissa básica para a criação dos níveis diferenciados de governança é o aumento de valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros. Neste contexto, pode-se inferir que tais empresas apresentam alguns diferenciais, como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização, menor custo de capital, maior grau de proteção aos acionistas minoritários, dentre outros.

Neste sentido, pode-se adicionar que a companhia que elabora e divulga suas demonstrações contábeis em padrões reconhecidos internacionalmente – um dos requisitos para a listagem no Novo Mercado – consegue maior exposição diante de investidores estrangeiros, o que é importante. Em alguns casos, certas categorias de investidores podem

¹⁵ Derivativos: contratos financeiros cujo valor depende ou deriva do valor de outros instrumentos financeiros. Exemplos de derivativos seriam contratos a termo e *swaps*.

¹⁶ Câmara de Arbitragem: a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é um foro criado pela BOVESPA para resolver disputas societárias e do mercado de capitais, por meio de regras próprias, e tem a vantagem de trazer mais agilidade e economia, além de árbitros especializados nas matérias a serem decididas. No Brasil, o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências, disputas e controvérsias entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, podem ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. Essa possibilidade está consignada na Lei das S/As (§ 3º do art. 109 da Lei 6.404/76).

deixar de acompanhar e investir em empresas pela impossibilidade de analisar suas demonstrações contábeis. Por outro lado, para os investidores brasileiros, a adoção de padrões internacionais oferece maiores possibilidades de comparação com empresas semelhantes em outros países. A participação dos investidores estrangeiros na BOVESPA tem sido significativa nos últimos anos. (BOVESPA, 2008).

Cabe acrescentar ainda a recente criação do IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, pela BOVESPA, que tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de GC. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa. Elegem-se à inclusão na carteira teórica do índice todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa.

O mercado demonstra, portanto, que iniciativas que conferem maior visibilidade e transparência à tomada de decisão e que permitem mitigar conflitos de interesses e aperfeiçoar o desempenho organizacional, dentre outros resultados, sugerem o fortalecimento da reputação corporativa junto aos acionistas e demais públicos relevantes.

O próximo item tratará exatamente da relação (e da correlação) existente entre a GC e a Reputação Organizacional.

2.3 Reputação Organizacional e Governança Corporativa

A governança corporativa agrega um conjunto de princípios por meio dos quais se busca, dentre outros fatores, ampliar o valor da organização e o retorno para os acionistas, mitigar conflitos de interesses, além de facilitar o acesso ao capital. Por sua vez, a reputação organizacional preconiza o alargamento da visibilidade e da credibilidade da empresa, tornando-a atrativa não só aos seus investidores, mas a seus múltiplos públicos. (GUSTAVO *et al.*, ENANPAD, 2008). Fombrum e Rindova (1996) asseveram tal definição de reputação quando a definem como o reflexo de ações passadas da organização, demonstrando sua capacidade de gerar valor para seus *stakeholders*. Tal fato justifica a reputação organizacional ser considerada, no cenário atual, diferencial competitivo de relevante importância.

O reconhecimento da reputação organizacional como diferencial estratégico confere às empresas a possibilidade de adentrarem em mercados internacionais, haja vista a obrigatoriedade de constantes avaliações de suas políticas corporativas. (ALMEIDA; MUNIZ,

2005; ALMEIDA, 2005). Nesse contexto, as empresas utilizam-se da reputação para demonstrar as características tangíveis e intangíveis de seus produtos e serviços. A reputação é considerada uma vantagem competitiva, pois o respeito adiciona valor ao produto e reduz incertezas nas mentes dos consumidores, acionistas, colaboradores e demais *stakeholders*.

Além de conferir a seus públicos a imagem de qualidade superior, a reputação positiva cria a possibilidade de a empresa praticar preços mais elevados do que os praticados por seus concorrentes, atrair colaboradores com elevada qualificação, angariar investimentos e, por conseguinte, expandir sua participação no mercado acionário. (FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Desse modo, como afirmam Fombrun e Van Riel (1997), caso não seja possível mensurar ou distinguir a qualidade dos produtos, em razão da similaridade dos mesmos, a reputação trabalha como influenciadora da percepção de qualidade pelos consumidores.

Brito, Thomas e Brito (2004) *apud* Zylbersztajn e Sztajn (2005) afirmam que a reputação pode ser considerada um recurso estratégico, haja vista o diferencial competitivo que significa. Brown e Maloney (1998) corroboram a afirmação supracitada, ao afirmar que, para os estrategistas, a reputação pode ser considerada um bem e, simultaneamente, uma barreira que dificulta a mobilidade de seus concorrentes, por ser de difícil imitação. Fombrun e Van Riel (1997) afirmam que há inúmeros benefícios decorrentes da reputação positiva, dentre eles a imobilidade na avaliação da reputação de determinada empresa quando exposta a informações negativas acerca da mesma, ou seja, a reputação é um bem intangível que detém, sobretudo, certa inércia decorrente de reputações favoráveis.

Neste sentido, é importante o relacionamento entre acionistas, gestores e o conselho de administração, que cumpre um propósito estratégico, o qual, como vantagem intangível, também serve à reputação organizacional, mesmo que em âmbito mais restrito. E o cumprimento das *regras do jogo* não só inibe ações oportunistas e minimiza riscos, como também, ao atingir um raio maior de abrangência, no que concerne a outros tantos agentes econômicos, ajuda a exponenciar a credibilidade da empresa, influenciando positivamente sua reputação organizacional.

Nesse contexto, os bons resultados influenciam e beneficiam outros públicos – fornecedores, funcionários, formadores de opinião, clientes e a comunidade como um todo – gerando confiança e boa avaliação em relação à empresa. Por conseguinte, uma reputação positiva possibilita atrair investidores, diminuir custos do capital, conquistar e fidelizar clientes, motivar colaboradores e alcançar simpatia junto à mídia. (FOMBRUN; VAN RIEL, 2004).

Almeida (2005) argumenta que a reputação organizacional possibilita às organizações melhor inserção nos mercados globais e, para tal, elas têm ampliado esforços para mostrar àqueles que adquirem seus produtos as suas qualidades intrínsecas e extrínsecas. Em suma, Berens e Van Riel (2004) afirmam que os *stakeholders* constituem relacionamentos e determinam suas escolhas por uma empresa ou outra de acordo com a percepção acerca de sua reputação.

A alta visibilidade de uma companhia reforça a sua reputação organizacional, constituindo-se como vantagem competitiva em setores dinâmicos em razão da agregação de valor dela resultante. Assim, melhor desempenho e menor risco fomentam projeções otimistas, elevando, portanto, a recomendação e conseqüente aquisição de ações da corporação, que tem seu valor de mercado ampliado. Contudo, o desempenho econômico não é o único critério de avaliação da empresa que se relaciona com distintos públicos cujas diferentes expectativas precisam ser atendidas, a boa reputação de uma empresa está diretamente relacionada à sua capacidade em atender às expectativas de seus diferentes públicos. (FOMBRUN; RINDOVA, 1996; GRAY; BALMER, 1998). Sobretudo, considera-se que uma boa reputação atrai investidores e novos consumidores, motiva funcionários, reduz custos de captação de capital, ou seja, melhora e consolida a percepção de diversos públicos acerca da empresa.

Há várias formas de a organização saber como está sendo percebida pelos seus *stakeholders*, seja por meio do canal direto de comunicação ou de instâncias, como fóruns públicos, notícias veiculadas na imprensa, comportamento de compra, dentre outros. A mídia representa um dos principais meios de disseminar a reputação. Além do tradicional papel de divulgar informações, assume também a função de monitorar a reputação das empresas. Nos últimos anos, a imprensa, em geral, tem ampliado o espaço de cobertura de notícias sobre negócios e empresas, reconhecendo o interesse da sociedade por esses temas. Nesse sentido, o trabalho dos departamentos de relação com investidores torna-se cada vez mais fundamental, pois são eles que representam a companhia perante um importante público formador de opinião: o mercado.

As informações que constituem a reputação de uma empresa são utilizadas de maneira formal ou informal por analistas de mercado e investidores, que as utilizam na avaliação das perspectivas futuras da organização no mercado de capitais e, por conseqüência, influenciam a avaliação de outros públicos. Kotler (2000) afirma que, assim como a reputação, o desempenho econômico – *performance* econômica – representa a qualidade interna da empresa avaliada tanto para seus credores como para os investidores. Organizações avaliadas

como de elevada *performance* e riscos reduzidos remetem ao mercado boas perspectivas de futuro e, conseqüentemente, o sucesso de suas estratégias. Essa sinalização da empresa ao mercado comprova a sua capacidade de alcançar objetivos econômicos e/ou sociais. (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; FOMBRUN; VAN RIEL, 1997).

De acordo com Gustavo *et al.* (ENANPAD, 2008), fica evidente a circularidade envolvendo governança corporativa e reputação organizacional, uma vez que boas práticas de governança significam tornar a empresa mais atrativa aos olhos de seus múltiplos públicos e, ao permitir melhor desempenho econômico e atendimento mais efetivo às expectativas dos *stakeholders*, criam condições para o fortalecimento da reputação. Portanto, pode-se dizer que a governança corporativa é o mais poderoso instrumento de criação e reforço da reputação organizacional, pois suas práticas parecem ser a face mais visível do comportamento empresarial e, conseqüentemente, o que pode garantir, com maior eficácia, melhor relação com os múltiplos públicos das corporações.

3 METODOLOGIA

A presente seção descreve a metodologia utilizada neste trabalho. De acordo com Sellitz *et al.* (1974), o pesquisador necessita desenvolver seu planejamento de pesquisa, assim que os objetivos tenham sido formulados, de maneira suficientemente clara, para que se possam especificar os tipos de informações e coletas necessárias.

O desenvolvimento do conhecimento no campo das ciências sociais é incompleto, uma vez que está sujeito à descrição de fenômenos sociais, econômicos, políticos, psicológicos, culturais, entre outros, que englobam relações de caráter humano e social e, portanto, estão suscetíveis a mudanças ao longo do tempo. Tais características resultam no surgimento de diversos métodos e tipos de pesquisas. (GODOY, 1995).

É importante ressaltar que não existe método melhor ou pior e sim um método que se adapte aos objetivos e às condições da pesquisa. Há métodos que apresentam vantagens e outros desvantagens, o que determinará se uma metodologia específica se encaixa no primeiro ou no segundo grupo varia de acordo com o tipo de questão da pesquisa, com o controle que o pesquisador tem sobre os eventos comportamentais efetivos e com o foco em fenômenos históricos em oposição a fenômenos contemporâneos. (YIN, 2001).

Em concordância com os objetivos do presente estudo, foi adotada a estratégia metodológica exploratória de abordagem descritiva qualitativa. A pesquisa de caráter exploratório foi escolhida por tratar-se de tema que possui estudos ainda incipientes, no Brasil, e com conclusões pouco referendadas, no que tange especificamente ao problema de pesquisa ora proposto. Ademais, o estudo exploratório é marcado pela acentuada liberdade do pesquisador em investigar uma temática nova, a fim de obter resultados que poderão ser utilizados para levantamentos de problemas e hipóteses em estudos futuros. (TRIVIÑOS, 1992). Samara e Barros (1997) afirmam que os estudos exploratórios são marcados pela flexibilidade, informalidade e criatividade, além de serem um primeiro contato com a situação a ser pesquisada ou confirmada. Estes estudos são realizados a partir de dados secundários e da percepção de mercado de especialistas no assunto.

O foco da pesquisa descritiva é a caracterização de uma situação, grupo, indivíduo ou fenômeno, isto é, deve ser utilizada nos estudos em que se tem a intenção de investigar percepções e características de um grupo específico, no caso do presente estudo, os analistas de mercado. (MALHOTRA, 2001). Ademais, Gil (1999) afirma que as pesquisas descritivas

visam mais especificamente descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou mesmo a existência de relações entre as suas variáveis.

A coleta de dados se deu por meio de dados primários e secundários. Os secundários foram obtidos por meio de pesquisa documental e do levantamento de estudos publicados em jornais, revistas, livros, *sites* de empresas e instituições, como CVM, BOVESPA e IBGC acerca do tema ora estudado. Neste estudo, entende-se documento como definido por Pádua (2000), que assevera ser toda base de conhecimento fixado materialmente e suscetível de ser utilizado para consulta, estudo ou prova. É importante considerar que a utilização de dados secundários em uma pesquisa possui pontos positivos, como a redução de custos para a sua execução e, como afirmam Wimmer e Dominick (1987) *apud* Moreira (2005), limitações, uma vez que utilizam dados já existentes, ficando as análises restritas às informações coletadas originalmente e, portanto, passíveis a dados incompletos, imprecisos e com falhas na coleta.

Por sua vez, para a obtenção de dados primários, foi utilizado como instrumento de coleta de dados um roteiro composto por oito perguntas acerca dos impactos das boas práticas de governança na valoração dos ativos de empresas de capital negociado em bolsa. A entrevista é “um conjunto predeterminado de perguntas criadas para coletar dados dos respondentes. É um instrumento cientificamente desenvolvido para medir características importantes de indivíduos, empresas, eventos e outros fenômenos.” (HAIR *et al.*, 2005).

A utilização de entrevistas por intermédio de e-mail é um processo menos dispendioso do que outros métodos de pesquisa, uma vez ser possível sua aplicação a vários respondentes simultaneamente, como afirmam Selltitz *et al.* (1974). Além disso, não se faz necessária a presença do pesquisador, o que possibilita a uniformização de informações e, por conseguinte, a comparação de respostas.

Neste estudo, as entrevistas foram auto-administradas, ou seja, foram enviadas via e-mail e respondidas sem a presença do pesquisador. O advento da rede mundial de computadores (*web*) permite aos pesquisadores ampliarem seus métodos de coleta de dados; atualmente, cerca de 10% de todas as coletas de dados são realizadas via internet, por meio de questionários eletrônicos e captação eletrônica de dados. (HAIR *et al.*, 2005). As perguntas que compõem as entrevistas administradas são idênticas e compostas por questões abertas, sem quantidade de linhas e/ou caracteres fixados para as respostas, para possibilitar aos respondentes fazerem comentários ou dar explicações mais ou menos detalhadas, de acordo com suas opiniões e/ou experiências. No entanto, o encaminhamento do instrumento, via e-mail, ao invés de solicitar uma entrevista pessoalmente, certamente tem suas limitações, em

especial porque o pesquisador perde a possibilidade de perceber as reações dos respondentes e analisá-las.

Sobre a utilização de questões abertas, Mattar (1994) explana que a principal vantagem é proporcionar comentários e explicações que auxiliam na análise do problema de pesquisa. Por outro lado, as questões abertas são mais difíceis de serem codificadas, dão margem à interpretação do entrevistador na compilação das respostas e podem ser pouco objetivas, dando margem para o respondente divagar e até mesmo fugir ao tema.

Para Hair *et al.* (2005, p. 230), “nenhum questionário deve ser administrado antes que o pesquisador avalie a provável exatidão e coerência das respostas”. Isto também se aplica às entrevistas. Desse modo, a entrevista inicialmente elaborada foi criticada por uma pesquisadora na área de GC, visando verificar sua adequação e as mudanças necessárias a serem realizadas antes do início da aplicação efetiva das entrevistas. Embora Kornhauser e Sheatsley (1974) asseverem que o pré-teste auxilia na identificação e solução de problemas referentes a instruções gerais, formato do instrumento, conteúdo e redação das perguntas, este estudo não efetuou pré-teste devido ao fato de apenas uma questão dentre as cento e doze (oito questões multiplicadas por quatorze respondentes) não ter sido respondida por um dos entrevistados, o que nos fez entender que o instrumento estava adequado. Portanto, não se julgou necessário enviar uma nova leva de entrevistas.

Visto que esta pesquisa se caracteriza como descritiva, a estratégia de análise de dados utilizada foi a de comparação das respostas, objetivando encontrar informações semelhantes e divergentes entre os retornos obtidos. Com isso, pretendeu-se identificar generalizações que possam ser utilizadas para corroborar ou refutar a existência de relação entre a adoção das boas práticas de GC e a valoração dos ativos das empresas que adotam tais práticas.

No que tange à valoração dos ativos, esta pesquisa utilizou como pressuposto o instrumento de análise mais comumente adotado pelo mercado: cálculo do valor justo através de desconto de fluxos de caixa futuros. O valor justo (*fair value*) será o produto das expectativas dos participantes do mercado através do método de desconto de fluxos de caixa, sua redução ou elevação sobre influência da expectativa dos investidores, seja no curto ou longo prazo.

Assim, tomou-se por pressuposto que a análise pelos profissionais de investimentos se dá através do método de desconto de fluxos de caixa, já incorporado à metodologia tradicional de avaliação de investimentos. Essa metodologia considera que a geração de caixa potencial de cada companhia é descontada por uma taxa de risco ajustada à mesma companhia (e levando em conta também condições macroeconômicas). Quanto maior a previsibilidade na

análise, menor tende a ser o risco e, portanto, maior será o valor da companhia, que será dado pela razão entre sua geração de caixa e seu custo de capital, este último denominado *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, a qual pondera o risco total da empresa para o cálculo do valor do seu ativo.

Assim, por meio deste método, é possível derivarmos uma combinação de efeitos advindos da GC sobre a redução da taxa de desconto e aumento do desempenho. Isto deve agregar valor à companhia que adote boas práticas de GC. O objetivo desta dissertação, no entanto, é qualitativo, e não se relaciona ao desenvolvimento de fórmulas financeiras e matrizes comumente adotadas.

A análise dos dados pode ser entendida como o processo de traduzir os dados obtidos em conhecimento. Esta análise se deu por meio da recepção, via *e-mail*, das entrevistas respondidas; da correção de possíveis problemas (entrevistas incompletas, por exemplo); da disposição das respostas em matriz anteriormente preparada para análise de dados; da comparação das respostas obtidas para cada pergunta realizada; da identificação de pontos comuns e divergentes e da utilização de trechos de respostas que exemplifiquem as análises realizadas à frente. Vale ressaltar que a confidencialidade em relação à identidade dos respondentes será mantida. Desse modo, serão identificados apenas por números.

As perguntas utilizadas para a efetivação da coleta de dados primários foram as seguintes:

- 1. Considerando-se que GC se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?*
- 2. A literatura tradicional acerca de GC explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos shareholders e o dos stakeholders (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.*
- 3. Em que aspectos a GC é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações*

informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

4. *Como as práticas de GC podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de GC? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?*
5. *Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de GC contribuem para aumentar o valor das empresas e a liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais, como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?*
6. *Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a GC?*
7. *No seu entendimento, qual é a contribuição da GC para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.*
8. *Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da GC nas companhias abertas brasileiras?*

A amostra de quatorze entrevistados, utilizada para o presente estudo, foi selecionada aleatoriamente dentre uma população de analistas financeiros e administradores de recursos de bancos de investimento, corretoras de valores mobiliários, *asset managements*¹⁷ e profissionais de investimento independentes ou ligados a companhias de capital aberto (listadas em bolsa). Para a seleção dos entrevistados, foi necessário que cumprissem os requisitos abaixo:

¹⁷ *Asset management*: empresa especializada na gestão de recursos financeiros.

- possuir graduação;
- ser credenciado na CVM;
- atuar, há pelo menos cinco anos, em instituição financeira de abrangência nacional ou pelo mesmo período em companhia com títulos listados na bolsa de valores;
- estar vinculado à instituição gestora de, pelo menos, R\$50 milhões em ativos próprios ou de terceiros no mercado de capitais brasileiro ou atuar em companhia de capital aberto, com ações listadas na Bovespa.

Tais pré-requisitos se justificam em sua completude, haja vista a pesquisa evidenciar como as práticas de GC são percebidas pelos analistas do mercado financeiro e como seus modelos de valoração consideram essas premissas qualitativas. Supõe-se que o mercado ajuste-se e reaja à divulgação dos resultados contábeis e operacionais das companhias, às expectativas de retornos futuros e ao risco associado, e que este último componente possa ganhar variável associada às práticas de governança advindas do efeito de riscos societários e de outros aspectos relevantes.

No estudo de questões que envolvem as experiências dos entrevistados, como apresentado no presente estudo, há a necessidade de uma amostra selecionada ou intencional das pessoas que vivenciam tal experiência. Os participantes da pesquisa precisam ser escolhidos devido à probabilidade de oferecerem as contribuições procuradas (SELLTIZ *apud* GONÇALVES, 2004), isto é, a amostra intencional possibilita a seleção de elemento. Esses fatores apontaram, assim, para a impossibilidade de se realizar, com segurança, a delimitação da população a ser pesquisada e, conseqüentemente de se proceder à amostragem probabilística.

Neste contexto, a amostragem utilizada foi a não-probabilística, a qual pode ser justificada pela facilidade de realização da pesquisa, em função de tempo e custo reduzidos. (COOPER; SCHINDLER, 2003). A amostragem não probabilista é marcada pelo emprego de procedimentos não aleatórios de seleção e em que cada elemento tem chance conhecida e diferente de zero, como afirmam Lakatos e Marconi (2007). Ademais, para esse tipo de amostragem, “a seleção de elementos para a amostra não é necessariamente feita com o objetivo de ser estatisticamente representativa da população”. (HAIR *et al.*, 2005, p. 246). Optou-se ainda pela amostragem não-probabilística por conveniência, uma vez que, na amostra selecionada, a pesquisa procura evidenciar características e percepções comuns a um grupo composto por analistas do mercado financeiro que atendem aos pré-requisitos

entendidos como essenciais pelo pesquisador. A amostragem por conveniência é a mais adequada para este estudo, haja vista utilizar amostra apta a oferecer as informações necessárias à sua consecução. (COOPER; SCHINDLER, 2003).

A principal dificuldade para a realização das análises ora propostas foi a obtenção das respostas dos analistas. Para tanto, foi enviado, via *email*, e, em alguns casos, também via telefone um pedido de resposta às perguntas. Assim, não se pode afirmar que as respostas obtidas foram as mais completas possíveis, em vista da impossibilidade de aguardar o tempo requerido pelos respondentes.

Vale ressaltar que uma das limitações deste estudo é a impossibilidade de generalizar os dados utilizados e as conclusões aqui propostas, haja vista se tratar de amostragem não probabilística e selecionada de acordo com a conveniência do pesquisador. No tópico a seguir, será apresentada a análise dos resultados desta pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A presente seção é composta pela análise dos dados coletados e será dividida em oito tópicos, que consistem em uma transcrição parcial e na avaliação das respostas obtidas a cada uma das questões propostas aos respondentes, bem como suas tendências e divergências.

4.1 A importância da GC para o trabalho de um analista

Segundo os respondentes, o ponto mais relevante para análise dos ativos de uma empresa que adota os princípios da GC é a transparência das contas contábeis, pois “quanto mais transparente uma companhia, maior a quantidade e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado e, por conseguinte, mais fundamentadas serão as recomendações dos analistas”. (RESPONDENTE 10). A transparência e a prestação de informações consoante às normas vigentes são determinantes para analisar a empresa, pois “sem informações confiáveis e relevantes a análise torna-se irrelevante”. (RESPONDENTE 4).

Ademais, em caso de instabilidade no mercado, as empresas que adotam as práticas de GC são notadamente mais confiáveis aos olhos dos respondentes deste estudo, haja vista que “uma empresa que se preocupa em dialogar com o mercado em todos os momentos, principalmente nos momentos de crise, revela um comportamento que dá segurança ao investidor”. (RESPONDENTE 1).

As respostas colhidas asseveram Andrade e Rossetti (2006), que entendem que a GC pode ser utilizada como salvaguarda nas análises de ativos, pois

[...] entendem-se como posturas essenciais para a boa governança a integridade ética, permeando todos os sistemas de relações internas e externas: o senso de justiça no atendimento das expectativas e das demandas de todos os “constituintes organizacionais”; a exatidão na prestação de contas, fundamental para a confiabilidade na gestão; a conformidade com as instituições legais e com os marcos regulatórios dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a transparência, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, dos projetos de alto impacto, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Nesse contexto, pode-se inferir que a GC confere uma reputação positiva às empresas que aderem a seus princípios, uma vez que reputação organizacional é entendida como o

catalisador do alargamento da visibilidade e da credibilidade de uma companhia, tornando-a atrativa a múltiplos públicos. (GUSTAVO *et al.*, ENANPAD, 2008). Ou seja, para os respondentes deste trabalho, as empresas que utilizam os princípios da GC, em sua gestão, possuem boa reputação, logo, possibilitam ao analista um julgamento mais minucioso e com conclusões mais assertivas, proporcionando a antecipação de acontecimentos e, portanto, maior certeza em seus investimentos e pareceres, o que “facilita sobremaneira o trabalho de análise e precificação da companhia”. (RESPONDENTE 1).

O respondente 3 afirma que uma das finalidades da GC é “aumentar a transparência da empresa ao mercado e, conseqüentemente, o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade”.

Outro ponto quase unânime nas respostas obtidas reside no quesito comprometimento da companhia com seus investidores/acionistas. Alguns dos respondentes citaram que, em suas análises, consideram a justiça e a equidade existentes entre os acionistas e “a falta de justiça, equidade e respeito aos acionistas minoritários pode levar a um desconto na percepção do valor justo da companhia. Em contrapartida, a prática destes princípios podem de fato aumentar o valor justo percebido pelo mercado”. (RESPONDENTE 9). Tal percepção é corroborada pelo respondente 4, o qual afirma que, para as empresas que não respeitam os acionistas minoritários, “pode-se aplicar uma taxa de desconto diferenciada, mais baixa para empresas que respeitam os minoritários e mais alta para empresas que não os respeitam”.

Diante do exposto, é forçoso reconhecer que a adoção às boas práticas de GC, para o trabalho de um analista, contribui sobremaneira na execução da análise dos ativos de uma empresa, pois proporciona regras e padrões aos quais todas as companhias estão sujeitas. Assim, por meio da GC, a comparação entre empresas torna-se realidade, o que não era possível nem entre empresas do mesmo setor. (RESPONDENTE 8).

4.2 A separação entre os modelos de GC

As companhias podem optar por modelos de atuação que se limitam a satisfazer os interesses dos proprietários – *shareholders* – ou centrada na gestão de interesses internos ampliados – *stakeholders*; ambas objetivam atender à demanda de seus públicos (ANDRADE; ROSETTI, 2006), cujo ponto convergente é a perenidade da companhia.

Todos os respondentes foram categóricos ao afirmar que não deve haver escolha entre o modelo dos *shareholders* ou dos *stakeholders*, haja vista a necessidade de

[...] a empresa atender a todos os seus interlocutores com justiça e equidade através de diálogo franco não só com os seus acionistas controladores, mas com os demais investidores, os acionistas minoritários, o diálogo junto ao governo, com seus empregados e outras partes integrantes desse processo. Trata-se, pois, de respeito a todos e não a uma determinada classe. (RESPONDENTE 1).

O objetivo tanto de *shareholders* quanto *stakeholders* deve ser a continuidade da empresa, com lucratividade e interação com a comunidade/sociedade. (RESPONDENTE 2). Entretanto, não é o que acontece na prática, uma vez que há divergência entre os interesses dos que administram a propriedade e de seus titulares – o conflito de agência. Sob essa perspectiva, o respondente 3 afirma que a existência de duas classes de ações – ON e PN – demonstra a diferenciação de poder no controle das empresas, uma vez que os controladores, geralmente os maiores possuidores de ações ON, possuem direito a voto, enquanto a maior parcela das ações PN está sob custódia dos minoritários, sem direito a voto, mas com preferência na distribuição dos resultados.

Nesse ambiente de divergência de interesses, faz-se necessária a criação de regras e padrões, a fim de evitar o conflito entre *stakeholders* e *shareholders*, ou seja, a GC. A atenção da empresa, portanto, deve estar voltada para ambos os públicos, pois “a perenidade e solidez da empresa consistem em atender às expectativas de todos os públicos a ela ligados”. (RESPONDENTE 8). Andrade e Rossetti (2006) afirmam que, apesar de o objetivo comum, subjacente a todos os modelos e concepções de GC, ser o máximo retorno total do investimento dos *shareholders*, harmonizado ou não com outros interesses, os agentes ligados às companhias possuem múltiplos graus de interesse e, portanto, há infinitas negociações e compensações que podem ser realizadas na definição das estratégias e operações, ou seja, há diferentes soluções para conciliar os distintos interesses dos grupos envolvidos.

4.3 O contexto institucional e organizacional brasileiro em relação à GC

Andrade e Rossetti (2006) afirmam que a implementação da GC no Brasil sofre um círculo vicioso de entraves, uma vez que possui características, como elevada concentração da propriedade acionária, conflito entre os papéis de propriedade e gestão, baixa

representatividade dos acionistas minoritários e pequena expressividade das companhias listadas em bolsa presentes nos níveis diferenciados de GC.

Diante do exposto, é patente que as pressões para a melhoria de tal contexto vêm de fora, seja decorrente de fusões e aquisições, da desfronterização da economia ou de esforços do mercado de capitais para superar regras legais que amedrontam os investidores.

As companhias que buscam capital de investidores que aplicam em negócios alheios possuem como principal desafio saber exatamente a imagem que têm no mercado, quais os seus pontos fortes e fracos e quais mecanismos devem ser utilizados para aumentar a segurança em suas atividades e garantir maior confiabilidade para seus investidores. (RESPONDENTE 1). Ou seja, a empresa precisa demonstrar a seus *stakeholders* a capacidade de gerir seus negócios de maneira alinhada aos interesses de seus investidores.

Segundo os respondentes, o Brasil se destaca no contexto mundial pela reformulação da Lei das SAs, à qual todas as empresas de capital aberto estão sujeitas, e pela criação dos níveis diferenciados de GC, além do mercado de capitais tradicional. Tal iniciativa objetiva conceder aos investidores maior credibilidade e transparência acerca das empresas nas quais investem e valorizar os papéis das empresas que aderem aos níveis diferenciados. (RESPONDENTE 2).

O contexto nacional não pode ser definido como ideal, entretanto, “tem evoluído satisfatoriamente nos últimos anos” (RESPONDENTE 5). Exemplo de tal evolução é o monitoramento exercido pela CVM juntamente com a Bovespa, avaliado pelo respondente 6 como “excelente”. Os respondentes 8 e 9 também avaliam os desempenhos de ambos os órgãos como “muito bom” e “um dos melhores do mundo”, respectivamente.

A unanimidade das respostas obtidas aponta para a evolução da GC no Brasil. A avaliação da CVM e da Bovespa foram bastante positivas e reconhecidas, por alguns, como comparáveis a padrões norte-americanos, referência mundial em mercado de capitais. A reforma da Lei das SAs e a criação dos níveis diferenciados de GC fazem com que as empresas de capital aberto, listadas em bolsa no Brasil, possuam credibilidade diante de seus investidores, devido ao alto nível de transparência e às rígidas regras às quais estão submetidas.

4.4 A influência da GC na valoração dos ativos

O mercado de controle corporativo é um mecanismo externo de GC que atua quando os mecanismos internos fracassam, por meio da compra de posições de controle de companhias que obtêm retornos inferiores ao auferidos por empresas do mesmo setor, geralmente, empresas mal geridas e subvalorizadas que serão reerguidas através de estratégias de negócios e de diretrizes de gestão de melhor qualidade. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Esse mecanismo é apontado por Betch, Bolton e Roell *apud* Andrade e Rossetti (2006) como uma força capaz de disciplinar administradores ineficazes e contrários aos interesses dos acionistas. Por temerem as ameaças de mudanças radicais na companhia, tais administradores se vêem obrigados a gerar riquezas para os proprietários e minimizar os possíveis custos de agência.

A adoção das boas práticas de GC por uma empresa de capital aberto pode conferir a seus investidores redução da percepção de risco associado a seus ativos, uma vez que há “maior previsibilidade dos resultados futuros e, conseqüentemente, maior segurança para os investidores/mercado financeiro”. (RESPONDENTE 2). O respondente 10 assevera que quanto maior o volume e a qualidade de informações prestadas pela empresa, menores são os riscos associados ao investimento, por isso alguns investidores “aceitam pagar um “ágio” pela governança”.

O respondente 4 prefere afirmar que o que permite uma melhor avaliação de uma empresa não são necessariamente as práticas de GC, mas a qualidade das informações que essas práticas proporcionam. No entanto, pode-se inferir que, se um dos pilares da GC é a transparência de suas contas contábeis e se, por isso, as informações disponibilizadas pela empresa conferem maior confiabilidade a seus ativos, logo, a GC está diretamente ligada à melhor qualidade dos dados financeiros das empresas analisadas.

A transparência é bastante relevante para a análise positiva de valoração das empresas. O respondente 5 afirma que utiliza a GC como pré-requisito para investir, uma vez que a transparência conferida pela adoção da GC proporciona menos risco, assim, declara: “sem níveis mínimos de transparência, não invisto”. Além da credibilidade conferida pela transparência das contas da empresa, as boas práticas de GC são responsáveis pelos modelos de avaliação financeira utilizados pelos analistas (RESPONDENTE 8), haja vista que, na prática, o resultado da adoção efetiva das ações de GC se traduz em “fluxo de caixa estável

com custos menores, margens maiores, rentabilidade maior e menor custo de capital”. (RESPONDENTE 9).

Nesse contexto, pode-se afirmar que a adoção das boas práticas de GC é de fundamental importância para a elevação da valoração dos ativos, seja por temor dos administradores em sofrerem drásticas mudanças em sua gestão ou devido ao cumprimento das regras estabelecidas pelos órgãos reguladores do mercado.

4.5 A influência dos níveis diferenciados de GC na valoração das empresas

Quando questionados acerca da eficácia das práticas de GC, os respondentes afirmaram que as empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC apresentam relevante redução das incertezas no processo de avaliação de investimento e de risco, elevação do número de investidores interessados e, por conseguinte, benefícios para investidores, empresa, mercado e Brasil. O respondente 2 afirma que “não é uma regra, mas as companhias que adotaram os níveis diferenciados de GC tendem a maior valorização de seus ativos, maior liquidez das suas ações na bolsa e ainda conseguem captar recursos com custos menores”. Afinal, “a melhor liquidez é uma consequência natural dessa melhor avaliação”. (RESPONDENTE 13). Todos esses benefícios são atingidos devido à obrigatoriedade da publicação de suas informações e ao poder assegurado aos acionistas minoritários, como afirmam os respondentes 3, 7 e 8.

Para os respondentes 6 e 9, os níveis diferenciados de GC são eficientes no que diz respeito a assegurar aos investidores que as “decisões corporativas serão tomadas com profissionalismo, isenção e transparência”, uma vez que cabe ao analista não apenas identificar se a empresa adota os níveis diferenciados de GC, mas se ela está cumprindo o que fala.

Já o respondente 5 ressalta:

[...] ainda é muito complicado captar as práticas de governança nos modelos de avaliação. Logicamente, empresas com melhor governança têm informações melhores e isso permite uma melhor avaliação da empresa, não é a governança em si que garante a melhor avaliação, mas a qualidade das informações. Uma empresa com governança pode ter informações tão boas quanto. Logicamente, a maneira mais direta em que a governança impacta o valor das ações é a partir do custo de capital das empresas, mas ainda não há bons estudos sobre que custo de capital deve ser usado para empresas com governança e empresas sem governança.

Fica claro que os respondentes acreditam que participar dos níveis diferenciados de GC da Bovespa contribui para melhorias na valoração dos ativos das referidas empresas. Entretanto, todos enfatizaram que não é suficiente figurar entre os optantes dos níveis 1, 2 ou do Novo Mercado se a empresa não demonstrar, por meio de atitudes, que cumpre as regras instituídas, ou seja, aderir a GC, por si só, pode conferir maior grau de confiabilidade, mas não assegura sua manutenção e os benefícios advindos dela.

4.6 O Conselho de Administração (CA) e a GC

O CA é responsável pelo estabelecimento das diretrizes da empresa e pela determinação dos executores dessas (RESPONDENTE 14), além de atuar como fiscalizador das práticas da administração. De acordo com Andrade e Rossetti (2006), o CA é considerado um guardião dos interesses dos proprietários, responsável pela definição das políticas de relacionamento com os demais *stakeholders*, pela homologação de estratégias políticas corporativas e pela avaliação do desempenho da Diretoria Executiva. Mesmo com algumas de suas atribuições elencadas, vale ressaltar que “não há regras únicas para a eficácia do órgão, o sucesso vai depender da capacidade e do envolvimento dos membros do CA”. (RESPONDENTE 13).

Ponto comum entre os respondentes e Andrade e Rossetti (2006) é o não-acúmulo das funções de presidente do CA e da Diretoria Executiva, a fim de haver isenção do CA no monitoramento das ações tomadas pela Diretoria Executiva. O CA de uma companhia pode contribuir sobremaneira para a GC. Para tanto, deve agir de maneira imparcial, independente e transparente, como afirma o respondente 6, “sem se deixar influenciar pelas decisões e opiniões dos diretores executivos e conselheiros envolvidos no operacional da empresa”, opinião corroborada pelo respondente 3, que afirma ser importante que “o presidente do CA não seja o CEO da companhia, pois, caso contrário, evidenciará um claro conflito de interesses”.

Um CA bem estruturado, composto por nomes que atuem em sintonia com o mercado, “são fundamentais para que o investidor perceba na companhia boas práticas de GC e, por conseguinte, segurança ainda maior para investir nela”. (RESPONDENTE 1). O CA é a força de controle interno mais importante da organização, ele dá o tom de seu envolvimento com a gestão, define em regimento sua missão e seus papéis, além de estabelecer diretrizes para suas

formas de atuação. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Ponto de notável relevância para a credibilidade de uma companhia é a presença de um membro externo independente no CA. Segundo o respondente 4, esse membro independente é de suma importância para representar os acionistas minoritários, os quais garantem, de certa maneira, que esses sejam ouvidos acerca de importantes decisões para a empresa. Sobretudo, é importante que os membros do CA sejam capazes de ler e entender relatórios gerenciais e financeiros, não possuam conflitos de interesse com a organização, possuam conhecimento das melhores práticas de GC e tenham tempo disponível para participar do CA de forma a agregar valor às decisões tomadas por esse órgão. (RESPONDENTE 6).

O respondente 13 acrescenta que

[...] o Conselho costuma contar com membros independentes que representam os minoritários, isso garante que, de certa maneira, os minoritários sejam ouvidos acerca de importantes decisões da empresa. Além disso, o CA é um fórum de *checks and balances* para o *management* da empresa. Isso *per se* já garante maior governança, pois o *management* passa a ter de explicar suas ações e, com isso, passa a ter de refletir sobre seus atos e os impactos decorrentes.

A existência de prazos fixados para os mandatos dos conselheiros e reuniões periódicas, a fim de agregar valor às decisões da companhia, são pontos bastante destacados pelos respondentes. Outro fato considerado pelos respondentes é a presença de membros da família nos CAs, nas empresas familiares. Os respondentes 7 e 8 asseveram a importância de membros externos, mas ressaltam a relevância dos familiares no CA

[...] é muito importante ter membros familiares e externos, sempre, tanto no conselho quanto na administração da empresa, em cargos executivos. Este mix é importante, e os membros externos ajudam, mas é muito importante seguir as diretrizes de quem está no dia-a-dia (geralmente a família), com maior peso. (RESPONDENTE 8).

Já o respondente 5 reforça, em relação à composição do CA, que

[...] o Conselho de Administração coloca-se em posição intermediária entre a assembleia e a diretoria e exerce a primordial função de proteger e valorizar o patrimônio da companhia, maximizar o retorno do investimento, orientar os negócios da companhia e acompanhar e fiscalizar a atuação dos diretores. O Conselho deve ter pleno conhecimento dos valores da empresa, propósitos e crenças dos acionistas, zelando pelo seu aprimoramento.

Contudo, para Andrade e Rossetti (2006), um bom CA é aquele não populoso e que equilibre *insiders*, *outsiders* e *outsiders* relacionados. A forma ideal de CA identificada pelos

autores é a de conselho envolvido, ou seja, aquele que, juntamente com a Diretoria Executiva, atua como parceiro para uma boa GC, dá idéias e apoio para decisões importantes e consensadas.

4.7 A GC e sua influência sobre a reputação corporativa

A adoção de boas práticas de GC reduz as incertezas nos processos de avaliação, investimento e análise de risco, assim eleva-se a quantidade de investidores interessados e, por conseguinte, há o fortalecimento do mercado acionário, o qual passa a associar que empresas que adotam a GC terão resultados mais confiáveis e sólidos. (RESPONDENTE 2 e 3). Nesse contexto, quanto mais transparentes forem as informações divulgadas pela empresa melhor será a reputação da organização. (RESPONDENTE 7).

No entanto, é importante ressaltar que não basta a aparência, é necessária efetivamente a prática de atos em consonância com as boas práticas de GC. Desse modo, é possível que a reputação positiva ratifique os resultados econômico-financeiros, atestando a eficácia da organização. (RESPONDENTE 1). A GC melhora a percepção e, por consequência, a reputação da companhia. A experiência demonstra que empresas que adotam elevados padrões de GC tendem a apresentar desempenho econômico-financeiro voltado para o longo prazo em função do alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores. (RESPONDENTE 3). Logo, o resultado financeiro da organização está fortemente vinculado às ações e à gestão da empresa, o qual pode ser facilitado por uma boa reputação. (RECONDENTE 14).

A GC impacta os mais diversos aspectos da empresa: seu relacionamento com acionistas, funcionários e sociedade como um todo. Dessa maneira, a GC se relaciona com a sustentabilidade. Empresas com alto grau de governança normalmente adotam padrões de sustentabilidade e o contrário também é válido. Dessa maneira, empresas com boas práticas de GC têm mais facilidade em implementar conceitos como sustentabilidade entre seus funcionários, fornecedores e acionistas. (RESPONDENTE 13).

4.8 Os desafios para a implementação da GC nas companhias brasileiras

Andrade e Rossetti (2006) afirmam que elevada concentração patrimonial, grandes grupos privados familiares, associada à baixa representatividade dos sócios minoritários constitui relevante entrave à implementação das práticas de GC no Brasil. Um dos maiores desafios existentes, atualmente, é a inclusão dos acionistas minoritários nas assembleias, dado o elevado custo que tal participação significa para as empresas. O não-entendimento das companhias fechadas do mercado de capitais impacta sobremaneira a capacidade de essas angariarem capital, podendo, futuramente, ficar à margem do acesso de recursos. (RESPONDENTE 1). Os mercados de capitais no Brasil ainda são pouco expressivos. A propriedade das grandes corporações é concentrada, e a gestão é exercida por acionistas majoritários, ademais, o ambiente regulatório está em transição, logo, a GC está em fase embrionária, apesar de evoluir com rapidez, haja vista ainda predominarem os modelos que privilegiam os acionistas, mas já despontarem os modelos de múltiplos interesses. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A manutenção da transparência das informações disponibilizadas ao mercado também consiste em grande desafio à GC, uma vez que elas devem ser relevantes e divulgadas amplamente. (RESPONDENTE 3). A dificuldade cultural também é citada pelo respondente 10, o qual afirma que, por tratar-se de práticas relativamente novas, o mercado brasileiro não tinha por cultura a comunicação e abertura detalhada das informações contábeis da companhia.

Há ainda as empresas familiares cujo desafio é a transferência de poder de controle para os acionistas impactando fortemente a cultura familiar da organização. (RESPONDENTE 5). Nessa mesma linha, o respondente 6 afirma que a implementação da GC sem agredir a cultura e o clima organizacional consiste no maior desafio de implantação da GC.

O próximo item trará as considerações finais deste trabalho de pesquisa, que concluirão sobre o entendimento dos profissionais de investimento do mercado de capitais integrantes da amostra sobre a interferência da GC de companhias listadas na BOVESPA em seus trabalhos de avaliação de empresas, além de identificar algumas considerações complementares e também as limitações a esta pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, são apresentadas as conclusões sobre os resultados e as limitações da pesquisa, as possíveis implicações práticas e teóricas, as recomendações e sugestões para pesquisas futuras. Ao longo deste estudo, a GC é entendida como parte fundamental no trabalho de qualquer analista e investidor de mercado. A aderência às práticas de GC visa proteger os investidores de tratamentos não equitativos. No entanto, a GC não é fator único de decisão de investimento em qualquer empresa, e se em alguns casos ela representa maior potencial de valorização, em outros ela atua pelo menos como pré-requisito, pois certamente a falta dela pode impossibilitar o investimento, como reiterado pela maior parte dos analistas participantes deste estudo.

Evidencia-se então que empresas sem regras claras de GC devem ser avaliadas com uma taxa de risco superior à daquelas que possuem alto padrão de GC, uma vez que, para os analistas entrevistados, oferecem maior risco quando comparadas a outras que aderem às práticas de GC. Essa taxa de risco pode ser incorporada à taxa de desconto do fluxo de caixa ou à exigência de um maior desconto entre o valor de mercado e o “valor justo” para o investimento. Contudo, não se pode afirmar que a GC aumenta sempre o valor das companhias, mas sua ausência pode sim inviabilizar investimentos. Algumas observações se fazem necessárias, no sentido de complementar informação útil ao processo de geração de valor pelas empresas.

A idoneidade e representatividade do Conselho de Administração (CA) figura como ponto chave para a análise determinante dos investimentos. Se o CA for considerado forte, representativo e equilibrado, a análise realizada sofrerá certamente influências positivas na valoração de seus ativos, caso contrário, prejudicará. As decisões do CA afetarão a forma e a direção como a companhia será gerida. No que tange às funções do Conselho de Administração (CA), parte integrante das práticas de GC, fica evidente que o

conselho de administração pode expandir sua função de monitoramento, examinando as ligações entre os riscos da empresa – induzidos por fatores referentes à execução, concorrência, clientes, cadeia de suprimentos, economia ou desastres naturais – e a saúde financeira. Também pode ajudar o CEO a submeter a estratégia ao teste do estresse, para ver o que acontece com a liquidez da empresa sob várias circunstâncias. (CHARAM, p. 160, 1998)

Este trabalho mostrou também que, nos últimos anos, muitas empresas de capital aberto aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa N1 e N2 e ao Novo Mercado da Bovespa, atendendo às exigências de um mercado mais rigoroso, no intuito de aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, obter custos de capital reduzidos e garantir sua sustentabilidade.

As 102 empresas integrantes do Novo Mercado concentram hoje quase 20% da capitalização da Bovespa. Infelizmente, a demanda aquecida do mercado, vigente até 2007, estimulou a presença de companhias que foram ao mercado e que não fizeram o trabalho necessário de preparação para abrir seu capital. Estimuladas pela euforia econômica, provavelmente aceitaram as regras do Novo Mercado sem dar conta exatamente do compromisso que estavam assumindo. Cabe ao mercado e às entidades reguladoras zelar pela continuidade do bom nome dos níveis diferenciados da Bovespa.

A eficácia dos níveis diferenciados de GC está na capacidade do analista de avaliar e compreender com maior transparência as informações sobre a companhia e de assegurar aos investidores que as decisões corporativas serão tomadas com profissionalismo, isenção e transparência. Os resultados do presente estudo mostram que, quando se trata de investimentos, quanto maior a previsibilidade na análise, menor tende a ser o risco. Ou seja, a possibilidade de uma menor taxa de desconto associada ao investimento – pela menor percepção de risco – resulta em menor custo para a captação de recursos e, conseqüentemente, maior valor da companhia e de suas ações. Assim, pode-se inferir que a maior previsibilidade de resultados e o tratamento equitativo a diferentes *stakeholders* geram valor ao acionista, bem como a presença de um CA forte e representativo.

Por conseguinte, as empresas que adotam as boas práticas de GC consolidam posição de respeito no mercado, ou seja, demonstram aos potenciais investidores e aos *stakeholders* sua eficácia em gestão e se apresentam como uma sólida e interessante possibilidade de investimento.

Há também efeitos positivos identificados no que tange ao desempenho das companhias, ao se assumir que a produção envolve não só transformação física de insumos e produção de bens, mas que também é relevante a transferência dos direitos de propriedade entre os donos dos recursos, no intercâmbio de mercadorias, e que isto supõe, além dos custos de produção, custos de transação. (BERNARDES; ALVES, 2008). Kotler (2000) afirma que o desempenho econômico – performance econômica – representa a qualidade interna da empresa avaliada tanto para seus credores como para os investidores. Organizações avaliadas como de elevada performance e riscos reduzidos remetem ao mercado boas perspectivas de

futuro e, conseqüentemente, o sucesso de suas estratégias. Essa sinalização da empresa ao mercado comprova sua capacidade de alcançar objetivos econômicos e/ou sociais (FOMBRUN; SHANLEY, 1990; FOMBRUN; VAN RIEL, 1997). Soma-se a isto o fato de que o reconhecimento da reputação organizacional como diferencial estratégico confere às empresas a possibilidade de adentrarem mercados internacionais, haja vista a obrigatoriedade de constantes avaliações de suas políticas corporativas. (ALMEIDA; MUNIZ, 2005; ALMEIDA, 2005).

Inúmeros são os desdobramentos advindos dessas atitudes e que se farão necessários também para fazer face aos novos riscos identificados, como os que envolveram a crise de confiança vivenciada em 2002 e a atual crise econômica mundial, deflagrada pelos créditos hipotecários norte-americanos. Diversas empresas atuantes no setor, casas bancárias e empresas, em geral, viram-se contaminadas pelo baixíssimo *disclosure* envolvendo tais operações. Trata-se de empresas com estruturas de governança que, em princípio, atendiam aos principais requisitos exigidos em termos de GC, mas que prejudicaram enormemente seus investidores. Certamente, as instituições reguladoras e as próprias empresas trabalharão para dirimir tais riscos e a GC será, mais uma vez, aperfeiçoada. Este deve ser um trabalho constante, cujo desafio é bastante grande em relação aos resultados vindouros, haja vista a retomada recente do mercado de capitais brasileiro, iniciada há cerca de cinco anos, ser mérito dos avanços institucionais, sobretudo em termos de GC. Demonstrar o real cumprimento dos compromissos assumidos com os *stakeholders* significaria muito ao mercado de capitais do Brasil.

Como ocorre em qualquer estudo acadêmico, este traz limites relacionados ao próprio escopo, à metodologia e ao recorte adotados. Entre as limitações deste trabalho, pode-se destacar o número pequeno de entrevistados e o fato de o encaminhamento do instrumento ter sido feito via e-mail, em vez de ter sido solicitada uma entrevista pessoalmente. O encontro direto e pessoal possibilita ao pesquisador perceber as reações dos respondentes e analisá-las. Além disto, um pré-teste poderia ter sido feito, pois, quanto mais criticadas as questões, mais elas poderiam ter sido melhoradas. Também não foi desenvolvida uma análise quantitativa, que poderia ter enriquecido este trabalho.

A despeito das limitações identificadas, os resultados alcançados possibilitaram o acesso e a interpretação de informações consistentes em relação aos conceitos e objetivos formulados, contribuindo para as conclusões e implicações apontadas nesta pesquisa.

Entende-se que novos estudos qualitativos com analistas, bem como estudos quantitativos, com séries temporais adequadas, que correlacionem valor das companhias listadas na Bovespa com práticas de GC podem contribuir para o melhor entendimento da importância da adoção de boas práticas de GC para a valorização das ações das companhias abertas.

Finalmente, espera-se que este estudo contribua para uma melhor compreensão de questões envolvendo a GC das organizações, especialmente daquelas de capital aberto, sob a ótica de profissionais de investimento. Ademais, este trabalho envolveu um grupo de profissionais extremamente importantes na avaliação de ações, envolvidos no processo de decisão de investimentos. Considerando que o financiamento pelas empresas acontece cada vez mais por intermédio do mercado de capitais, entende-se que este trabalho é relevante.

6 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, A.L.C. **A influência da identidade projetada na reputação organizacional.** Faculdade de Ciências Econômicas – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2005.

ALMEIDA, A.L.C.; MUNIZ, R.M. A construção da reputação organizacional como recurso estratégico: o papel dos gestores e a percepção dos *stakeholders*. In: ENANPAD, Brasília, DF, 2005. **Anais eletrônicos.** ANPAD (ESO – A1081).

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa.** São Paulo: Atlas, 2006.

ANIMEC – Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais – www.animec.com.br

APIMEC – Associação Nacional dos Profissionais de Investimento no Mercado de Capitais – www.apimec.com.br

BERENS, G; VAN RIEL, C.B.M. **Corporate Associations in the Academic Literature:** three main streams of thought in the reputation measurement literature. *Corporate Reputation Review*, Erasmus niversity Rotterdam, v.7, n. 2, p.161-178, 2004.

BERNARDES, P.; BERTUCCI, J.L.O.; BRANDÃO, M.M. Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **RAUSP – Revista de Administração**, USP, São Paulo, v.41, n.01 (p.183-195), 2006.

BERNARDES, P; ALVES, M. L. **A importância das instituições no desempenho organizacional segundo a teoria econômica.** 2008 (Mimeo).

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 04/12/2007.

BRANDÃO, M. M; BERNARDES, P. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. In: ENANPAD/2005, 2005, Brasília. **XXIX EnANPAD**, 2005. v. ÚNICO.

BROWN, W.; MALONEY, M. **Exit, voice, and the role of corporate directors:** evidence from acquisition performance. Unpublished Working Paper, 1998.

CANTIDIANO, Luiz Eduardo. Aspectos da Lei Sarbanes-Oxley. **Revista RI**, 2005. p.2.

CARLSSON, R.H. **Ownership and value creation**: strategic corporate governance in the New economic. Chichester: John Wiley, 2001.

CARVER, J.; OLIVER, C. **Conselhos de administração que geram valor**. São Paulo. Ed. Cultrix, 2002

CHARAM, R. **Governança Corporativa que produz resultados**. São Paulo. Ed. Campus Elsevier, 1998.

COASE, R. **The Firm, the Market, and the Law**. Chicago: University of Chicago Press., 1988.

COASE, R.H. The nature of the firms. **Economica**, v.4, 1937. p. 396-405.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa (Cartilha de Governança)**. 2002. p.2-13. www.cvm.gov.br

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Bookman, 2003.

ESPINO, J. A. **Instituciones y economia**. Uma introdución al neoistitucionalismo econômico. México: Fondo de Cultura Económica, 1999.

FOMBRUN, C.J.; RINDOVA, V. **Reputation Management in global 1000firms**: a benchmarking study. *Corporate Reputation Review*, London, v.3, n.1, 1996.

FOMBRUN, C.J.; SHANLEY, M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. **Academy of management journal**. Mississippi, v. 33, n.2, p.233-58, 1990.

FOMBRUN, C.J.; VAN RIEL, C.B.M. **Fame & fortune**: how successful companies build winning reputations. USA: Prentice Hall, 2004.

FOMBRUN, C.J.; VAN RIEL, C.B.M. **The Reputation Landscape**. *Corporate Reputation Review*, London, v.1, n.1/2, p. 5-13, 1997.

FREEMAN, R.E. **Strategic Management: A Stakeholders Approach**. Boston: Pitman, 1984.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 35, n. 2, mar/abr, 1995. p. 57-63.

GONZALEZ, Roberto Sousa. Afinal, a Governança Corporativa contempla a responsabilidade social empresarial. **Revista RI**, 2005.

GRAY, E.R.; BALMER, J.M.T. **Managing corporate image and corporate reputation**. Long Range Planning, Grã Bretanha, v.31, n.5, p.695-702, 1998.

GUSTAVO, C; ELIAS, H.; BERNARDES, P.; CARDOSO, M.B.; CARVALHO NETO, A.M. Reputação Corporativa e Desempenho Econômico-Financeiro de Grandes Grupos Empresariais Brasileiros. In: ENANPAD/2008, 2008, Brasília. XXXII **EnANPAD**, 2008. v. ÚNICO.

HAIR, J. F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR, J. F. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

IBGC; BOOZ ALLEN. **Panorama atual da governança corporativa no Brasil**. Resultados da pesquisa realizada pelas duas entidades, apresentados no 4o. Congresso Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 3. ed. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> . Acesso em: 28/11/2007.

JENSEN, M. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. **Harvard University Press**, 2001. 320p.

JENSEN, M. C; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, p. 305-360, october, 1976.

KORNHAUSER, A.; SHEATSLEY, P. A. Construção do Questionário e Processo de Entrevista. In: SELLTIZ, C. *et al.* **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: EPUSP, 1974.

KOTLER, P. **Administração de marketing**. São Paulo: Prentice Hall, 2000.

- LAKATOS, E.M.; MARCONI, M. **Metodologia do Trabalho Científico**: Procedimentos Básicos. Pesquisa Bibliográfica. Projeto e Relatório. Publicações e Trabalhos Científicos. São Paulo: Atlas, 2007. 244p.
- MALHOTRA, N. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**: metodologia, planejamento, execução e análise. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MOREIRA, S. V. **Métodos e Técnicas de Pesquisa em Comunicação**. São Paulo: Atlas, 2005.
- NELSON, R., SAMPAT, B. Making sense of institutions as a factor shaping economic performance. **Journal of Economic Behavior & Organization**. v.44, n.1, p.31-54, 2001.
- NORTH, D. C. **Custos de transação, instituições e desempenho econômico**. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1992.
- NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance** – political economy of institutions and decisions. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- NORTH, D. C. **Understanding, Institutional Changes and Economical Performance**. Princeton and Oxford. Princeton University Press, 2005.
- PÁDUA, E. M. M. **Metodologia Científica** – Abordagem Teórico-Prática. Campinas: Papyrus. 2000, p. 65-66.
- PATTERSON REPORT. **The link between corporate governance & performance** – in collaboration with the conference board. Disponível em: www.thecorporatelibrary.com/link
Acesso em: 25 jul. 2002 .
- SAMARA, B. S.; BARROS, J. C. **Pesquisa de marketing**: conceitos e metodologia. São Paulo: Makron Books, 1997.
- SELLTIZ, C. et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: EPUSP, 1974.
- SIMON, Herbert Alexander. **Comportamento administrativo** : Estudo dos processos decisórios na organizações administrativas. v.9. 2.ed. Rio de Janeiro: FGV, 1965.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à Pesquisa em Ciências Sociais: a pesquisa qualitativa em educação.** São Paulo, Editora Atlas, 1992.

VALADARES, S. M. **Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil.** 1998. Tese (Doutorado em Economia). Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.1998.

WILLIAMSON, O. E. **Las instituciones económicas del capitalismo.** México: Fundo del cultura económica/economia contemporánea, 1989.

YAMAMOTO, M.M.; ALMEIDA PRADO, J.E. Governança e o valor das empresas: o respeito aos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. **Revista BOVESPA.** São Paulo n.88, p. 42-42, out-dez, 2003.

YIN, R. K. **Estudo de caso: Planejamento e Métodos.** Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZINGALES, L. Corporate governance. In: NEWMAN, Peter (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.** New York, NY: Macmillan, 1998. 221p.

ZYLBERSZTAJN, D.; STAJN, R. **Direito & Economia.** v. 1. Rio de Janeiro: Editora Campus Elsevier, 2005.

APÊNDICE A – A BOVESPA e os níveis diferenciados de Governança Corporativa

Níveis Diferenciados – Apresentação

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – 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.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa, que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, através da redução de seu custo de captação de recursos.

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato, assinado pela BOVESPA, pela Companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

O estudo "Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro" aponta a experiência do Neuer Markt alemão como uma referência importante por utilizar um contrato privado celebrado entre companhia e a Bolsa como forma de estabelecer regras adicionais.

No entanto, o Neuer Markt, assim como outros mercados similares na Europa: Nouvéau Marché (França), TechMark (Inglaterra), Nuovo Mercato (Itália) foram criados com o objetivo exclusivo de atrair companhias de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, como internet, telecomunicações, mídia, biotecnologia, etc. O Novo Mercado da BOVESPA, ao contrário, não faz qualquer restrição com relação ao setor e nem se destina somente a

companhias de menor porte. Qualquer companhia disposta a observar o Regulamento de Listagem do Novo Mercado é candidata a se listar nesse segmento.

O Quadro 2, a seguir, apresenta as diferenciações entre os segmentos diferenciados de GC:

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON		
80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)		
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 2: Níveis Diferenciados da BOVESPA
Fonte: BOVESPA – www.bovespa.com.br

Novo Mercado

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

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. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- 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 IFRS ou US GAAP.

- 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.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

O quadro 3, a seguir, lista as empresas integrantes do Novo Mercado da BOVESPA:

Razão Social	Nome de Pregão
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	ABYARA
AÇÚCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
AMIL PARTICIPAÇÕES S.A.	AMIL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	BMF
BOVESPA HOLDING S.A.	BOVESPA HLD
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR BROKERS
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A.	CC DES IMOB
CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDÊNCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DATASUL S.A.	DATASUL
DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A.	EMBRAER
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INDÚSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INPAR S.A.	INPAR S/A
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	INVEST TUR

(continua)

(conclusão)

Razão Social	Nome de Pregão
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	JHSF PART
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG FRIGORÍFICOS E COM DE ALIM S.A.	MARFRIG
MARISA S.A.	MARISA
MEDIAL SAUDE S.A.	MEDIAL SAUDE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	MRV
NATURA COSMÉTICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETRÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	OGX PETRÓLEO
PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES	PDG REALT
PERDIGÃO S.A.	PERDIGÃO S/A
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMÁTICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A.	PROFARMA
REDECARD S.A.	REDECARD
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SÃO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES S.A.	SÃO CARLOS
SÃO MARTINHO S.A.	SÃO MARTINHO
SATPEL INDUSTRIAL S.A.	SATPEL
SLC AGRÍCOLA S.A.	SLC AGRÍCOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	SPRINGS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	TEMPO PART
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
WEG S.A.	WEG

Quadro 3: Companhias listadas no Novo MercadoFonte: BOVESPA – www.bovespa.com.br

Nível 2

As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação:

- 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 (direito de *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.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Nível 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

- 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.

APÊNDICE B – Respostas dos profissionais de investimento da amostra ao questionário aplicado

RESPONDENTE 1

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Podemos tomar como exemplo a “transparência”, que é um item obrigatório de conduta corporativa. Uma empresa que se preocupa em dialogar com o mercado em todos os momentos, principalmente nos momentos de crise, revela um comportamento que dá segurança ao investidor. Isto então é fundamental e denota a preocupação da organização com suas práticas de governança corporativa. Por conseguinte, o analista não pode de forma alguma deixar de focar sua atenção nas empresas que adotam boas práticas, respeitando os acionistas em todos os momentos, reforçando ainda mais a credibilidade. Isto facilita sobremaneira o trabalho de análise e precificação da Companhia.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Não acredito que deveria haver essa separação. Uma empresa deve adotar práticas de GC de uma forma ampla e geral, atendendo a todos os interlocutores com justiça e equidade, através de um diálogo franco não só com os seus acionistas controladores, mas com os demais investidores, os acionistas minoritários, o diálogo junto ao governo, com seus empregados e outras partes integrantes desse processo. Trata-se pois de respeito a todos e não a uma determinada classe.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

As incertezas criadas num período de crise financeira e desaceleração da economia mundial lançam para investidores do mundo inteiro a indagação a respeito do que é necessário para restaurar a confiança dos que aplicam recursos em negócios alheios? As empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsas, precisam saber aproveitar o refluxo do movimento dos investidores para responder adequadamente a essa questão. E construir as bases de um novo modelo de gestão é a chave para garantir a expansão.

O grande desafio para a empresa de capital aberto que buscou o acesso a recursos de terceiros, nas Bolsas de Valores, é saber com precisão como é vista pelo mercado, identificar pontos fortes e fracos e definir a estratégia adequada para a construção de mecanismos capazes de aumentar a segurança sobre suas atividades.

A empresa precisa demonstrar com clareza ser capaz de gerir seus negócios no interesse de todos os chamados stakeholders. Regular é preciso, mas isso significa muito mais do que cumprir a lei e o que os investidores buscam é a margem de segurança permitida por um conjunto eficiente de mecanismos capazes de monitorar e de estimular os seus dirigentes a agir de modo alinhado a seus interesses. São práticas destinadas a preservar a sustentabilidade do negócio e o retorno dos investimentos, identificadas no mundo inteiro como governança corporativa.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Não sei opinar sobre isso.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor

das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Os níveis de GC da Bovespa foram criados partindo de um modelo de adesão voluntária às boas práticas, tal qual havia sido implementado alguns anos antes por alguns países da Europa.. Os níveis diferenciados requerem um comprometimento contratual, o que na visão dos investidores traz uma percepção de que as regras vão ser cumpridas. Agora se a empresa vai ser bem governada ou não é uma outra história. Mas as regras estão lá estabelecidas e cabe às empresas seu cumprimento. No entanto, dependendo do nível, encontram-se regras mais rígidas de listagem, o que pode inibir algumas empresas na abertura de capital. Mas o importante é que os direitos estão estabelecidos contratualmente e isso é o aspecto mais favorável. Os benefícios são sentidos: aumenta o valor e liquidez das empresas, e para o investidor significa uma segurança ainda maior.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

As regras claras da administração da Companhia, ou seja, do Conselho de Administração, sua composição e forma de eleição, forma de atuação etc... são fundamentais para que o investidor perceba na Companhia boas práticas de GC e, por conseqüência, segurança ainda maior para investir nela. A instituição de um membro externo independente no Conselho é também muito bem vista, assim como a instalação de um comitê de auditoria para dar suporte ao conselho de administração. Não basta também ter um conselho de administração composto de nomes de prestígio, pois isto não é garantia de maior controle.

Em suma, uma estrutura de poder que atue em sintonia com o mercado gera valor para a Companhia.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Os investidores hoje estão muito mais atentos e cautelosos e as regras de boa governança corporativa nunca foram tão indispensáveis. E não basta a aparência, é preciso efetivamente praticar atos em consonância com as boas regras de GC, ou ainda, atuar na essência da GC. É preciso que cada empresa construa uma cultura de governança consistente e capaz de aumentar o seu valor, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Somente assim sua reputação será percebida, corroborando com os seus resultados econômico-financeiros, que atestarão a eficácia da sua administração.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Os avanços foram grandes, mas o trabalho pela frente também o é e a GC brasileira ainda tem um longo caminho a percorrer. Um deles é a participação dos minoritários nas assembleias, que hoje é vista como um custo que não compensa. Isto tende a mudar pois percebeu-se que cada vez mais teremos corporações no lugar de empresas com controlador definido. Outro desafio refere-se às empresas fechadas. Muitas delas tem um potencial muito grande e, se não estiverem preparadas, ou no mínimo, não entenderem o que está acontecendo em termos de GC, ficarão para trás e não vão ter o mesmo acesso ao capital. É preciso lutar contra o desconhecimento das empresas e o ceticismo do mercado.

RESPONDENTE 2

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A função de um analista é basicamente interpretar os resultados das empresas. Considerando-se que as boas práticas de GC têm um papel decisivo nas informações que serão fornecidas ao mercado, a GC influencia diretamente no trabalho dos analistas.

Segundo o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o conceito de governança é: "Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade".

A USIMINAS considera a Governança Corporativa como um conjunto de práticas de importância estratégica para correta percepção de valor dos seus ativos pelo mercado e para a sua sustentabilidade. Em 2007 a USIMINAS aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA e em 2008 foi pelo segundo ano consecutivo a única representante do setor siderúrgico nas Américas presente no Dow Jones Sustainability World Index (DJSI).

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

*O Sistema USIMINAS, como uma das sete empresas brasileiras integrantes do Dow Jones Sustainability World Index (DJSI), leva em consideração todos os aspectos relevantes aos seus *shareholders* e *stakeholders*. De acordo com o meu ponto de vista, não há separação entre os modelos, uma vez que os interesses tendem a convergir para o mesmo ponto, que é a continuidade da empresa, com lucratividade e interação com a sociedade/comunidade.*

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Como resultado da necessidade de adoção das boas práticas de governança, foi publicado em 1999 o primeiro código sobre governança corporativa, elaborado pelo IBGC. O código trouxe inicialmente informações sobre o conselho de administração e sua conduta esperada. Em versões posteriores, os quatro princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados.

Em 2001, foi reformulada a Lei das Sociedades Anônimas, e, em 2002, a Comissão de Valores Imobiliários (CVM) lançou sua cartilha sobre o tema governança. Documento focado nos administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários e auditores independentes, a Cartilha visa orientar sobre as questões que afetam o relacionamento entre os já citados.

Outra contribuição à aplicabilidade das práticas de governança corporativa partiu da Bolsa de Valores de São Paulo, ao criar segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa. Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O objetivo, segundo informativo da Bovespa, foi "estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas".

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

A adoção de boas práticas de GC pode reduzir a percepção de risco pelos investidores, uma vez que há maior previsibilidade dos resultados futuros e conseqüentemente maior segurança para os investidores/mercado financeiro.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e a liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Basicamente, o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e disclosure. Enquanto o Nível 2 tem por obrigação práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e ao Conselho de Administração. O Novo Mercado, por fim, diferencia-se do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. Estes dois últimos apresentam como resultado esperado a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco; o aumento de investidores interessados; e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que trazem benefícios para investidores, empresa, mercado e Brasil. Não é uma regra, mas companhias que adotaram os níveis diferenciados de GC tendem a maior valorização dos seus ativos, maior liquidez das suas ações na bolsa e ainda conseguem captar recursos com custos menores.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

A USIMINAS possui um Conselho de Administração composto por até dez conselheiros efetivos – e respectivos suplentes – eleitos em Assembleia Geral para um mandato de dois anos, com permissão para se reelegerem. A periodicidade das reuniões é definida pelo próprio Conselho de Administração, mas geralmente as reuniões são mensais.

O Conselho de Administração da USIMINAS é composto por:

Wilson Nélio Brumer - presidente

Formação Profissional

Formado em Administração de Empresas pela Faculdade de Ciências Econômicas Administrativas e Contábeis - FUMEC - Belo Horizonte - MG, em 1975, tendo participado, desde então, de diversos cursos de aperfeiçoamento no Brasil e no exterior.

Albano Chagas Vieira

Formação Profissional

Engenheiro Mecânico, especializado em Administração Industrial, pela Pontífice Universidade Católica do Rio de Janeiro. Pós-Graduado em Metalurgia de Soldagem na Universidade Estadual do Rio de Janeiro. Na Austrália, atendeu a mestrado "in-house" em "Business Administration".

Bertoldo Machado Veiga

Formação Profissional

Formado em Direito pela Universidade Católica de Minas Gerais.

Francisco Caprino Neto

Formação Profissional

Formado em Administração

Gabriel Stoliar

Formação Profissional

Engenheiro de Produção pela Universidade do Rio de Janeiro - UFRJ (1976) e Pós-Graduado em Engenharia de Produção - Área de Projetos Industriais e de Transportes (PIT) COPPE/UFRJ (1979) e MBA/Executivo - PDG/EXE (1991).

Hidemi Kawai

Formação Profissional

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade de Keiogijuku Economics degree from Keiogijuku University

Humberto Eudes Vieira Diniz

Formação Profissional

Formado em Administração

Rinaldo Campos Soares

Formação Profissional

Engenharia de Minas e Metalurgia, Doutor em Engenharia pela Universidade de Paris

Toru Obata

Formação Profissional

Bacharel em direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Tóquio.

Toshimi Sugiyama

Formação Profissional

Formado em Economia pela Universidade de Nagoya.

O Conselho realiza reuniões de periodicidade mensal e não há grau de parentesco entre os membros do conselho ou os executivos da empresa. Atualmente, a estatuto da USIMINAS não prevê a participação do seu presidente executivo no Conselho de Administração.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A adoção de boas práticas de GC pode ser considerada hoje como um selo de qualidade/seriedade das empresas. É uma forma de diferenciação e posicionamento das empresas perante os investidores/mercado financeiro. Não deve ser uma regra, mas as empresas com boas práticas de GC tendem a reportar resultados sólidos, consistentes e sustentáveis no LP.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

A GC contribui para o fortalecimento e amadurecimento das instituições brasileiras, mas, apesar do aprofundamento dos debates sobre governança e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão. O que demonstra vasto campo para o conhecimento, ações e divulgação dos preceitos da governança corporativa.

RESPONDENTE 3

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários,

transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A GC é um sistema pelo qual as sociedades devem ser dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. Uma das finalidades das boas práticas de governança corporativa é aumentar a transparência da empresa ao mercado, conseqüentemente o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Para o analista, a possibilidade de avaliar uma empresa que adota os princípios da boa GC, e com isso possui um maior grau de transparência e segurança aos minoritários, agrega valor à empresa quando se comparada às empresas que não possuem.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Sim. Infelizmente no Brasil existem algumas ineficiências na relação entre acionistas e controladores, o processo de boas práticas corporativas ainda é incipiente, um exemplo é a existência de 2 classes de ações (ON e PN), que mostra uma clara diferenciação de poder no controle de algumas empresas, onde os controladores são geralmente os maiores possuidores de ações ON que lhes atribui o direito a voto enquanto a maior parte das ações PN ficam nas mãos dos minoritários sem direito algum a voto, mas geralmente com certa preferência nas distribuições de resultados. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois o interesse daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob essa perspectiva, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas - governança corporativa.

A Ideiasnet desde seu IPO busca seguir as melhores práticas de GC, todas as ações de emissão da Companhia são ON, com tag along diferenciado de 100%.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

O Brasil em sintonia com as mudanças globais no mesmo período, produziu dois conjuntos de impactos relacionados a GC: reconfiguração do mercado de capitais e as mudanças nos padrões da governança. A entrada de capitais dos estrangeiros na Bolsa aumentou substancialmente, e as razões principais parecem ter sido a estabilização da economia (inclusive com o investment grade dado por algumas agências), ampliação do mercado secundário pelas privatizações e a confiança na reorientação estratégica nacional. Essas melhorias no mercado de capitais brasileiro forçaram as novas empresas que pretendiam abrir capital a se adaptarem às melhores práticas de GC. Em relação às mudanças nos padrões da governança, nota-se a aderência às regras da boa governança, o que pôde resultar em um aumento do valor da companhia no mercado doméstico, com redução dos custos de capital; adaptação das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais; estratégias de negócios mais complexas e exigência de conselhos mais eficazes, com a admissão de membros com experiência e presença internacional.

Em se tratando de uma economia capitalista, o conceito de GC se aplica a todas as organizações, de capital aberto ou não, que devem procurar exercer funções de governança como a definição de padrões éticos, políticas e práticas de condução administrativa, relacionamento com públicos estratégicos e o equacionamento de riscos. A diferença que se nota é que as companhias abertas são mais cobradas e fiscalizadas em relação às suas práticas de GC, não só pelos órgãos responsáveis, mas também pelos próprios acionistas.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

A boa GC proporciona aos acionistas a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva de forma mais segura e transparente. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de

administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. Através desses mecanismos a percepção de risco na ótica do acionista e/ou analista diminui. Na avaliação de empresas, uma das formas de se mensurar o grau de governança corporativa, é através da redução do risco relativo às outras empresas, ou seja, provavelmente os analistas ao analisarem uma empresa que adotam bons níveis de GC podem atribuir um “desconto” no seu custo médio ponderado de capital (WACC) ou então simplesmente um “prêmio” por estarem adequadas aos principais níveis, para que assim a empresa tenha um diferencial em relação aos outras empresas.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e a liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

A adoção a um dos três níveis de GC criados pela Bovespa na sua teoria agrega valor à empresa na medida em que grande parte das suas informações se tornam obrigatoriamente públicas e também asseguram certo poder para os minoritários, através por exemplo do Tag Along, que se torna 100% efetivo no Novo Mercado. Porém como a adoção desses níveis ainda é recente, é difícil já verificar o retorno do bom nível de GC no valor da empresa e na sua liquidez. Alguns estudos estatísticos já demonstraram isso, porém acredita-se ser necessária ainda uma amostragem maior de períodos para que se atinja o resultado desejado, que empresas que se adequaram às melhores regras de governança atingirão um maior valor de suas ações e conseqüentemente uma maior liquidez.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho de Administração pode contribuir para promover a governança corporativa se este agir de forma independente e transparente sem se deixar influenciar pelas decisões e opiniões dos diretores executivos e conselheiros envolvidos no operacional da empresa. O ideal é que o CA tenha um número cada vez maior de conselheiros independentes, que o prazo do mandato não seja muito longo para gerar mais dinamismo e renovação ao conselho, que o presidente do CA não seja o CEO (Chief Executive Officer) da companhia pois, caso contrário, evidenciará um claro conflito de interesses.

Não só se espera, mas também se exige que o CA empreste mais de sua experiência e especialização, traga qualidade de personalidade de administração aos seus trabalhos.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A GC gera a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco; o aumento de investidores interessados; e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que trazem benefícios para investidores, empresa, mercado e o país.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Me parece que um dos principais desafios é manter transparência na demonstração de resultados e na divulgação de informações relevantes, fazendo com que estas cheguem a todo o mercado ao mesmo tempo e com total abrangência.

RESPONDENTE 4

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Alguns aspectos da governança corporativa são indispensáveis ao bom trabalho de um analista. Aspectos da governança como transparência de informações e prestação de informações em conformidade com as normas vigentes são fundamentais para que o analista execute seu trabalho de “analisar” a empresa, pois sem informações confiáveis e relevantes a análise também torna-se irrelevante. Questões relacionadas ao respeito ao acionista minoritário são questões importantes, porém, não impedem que o analista faça seu trabalho de maneira favorável. Neste caso, pode-se aplicar uma taxa de desconto diferenciada, mais baixa para empresas com maior respeito ao minoritário e mais alta para empresas com pouco respeito.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Em teoria, na minha visão, não há diferença. Ao maximizar o valor dos acionistas no longo prazo, a empresa também estaria maximizando o valor dos stakeholders (funcionários, credores e sociedade em geral). Na prática, entretanto, acionistas e stakeholders não focam tanto no longo prazo e, por isso, vejo sim a necessidade de práticas de convívio entre os acionistas e o stakeholders, pois no curto prazo muitas vezes os interesses entre acionistas, funcionários e stakeholders é divergente.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

A governança corporativa garante o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, o que é fundamental em um mercado como o brasileiro, onde muitas vezes vemos grupos controladores definidos que muitas vezes tem interesses distintos dos minoritários. As ferramentas mais importantes do sistema organizacional brasileiro que garantem a governança são a nova lei das SA's (mandatária a todas as SA's que operam no Brasil) e os

diversos mercados da Bovespa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2 da Bovespa – o respeito a essas regras é voluntário por parte das empresas).

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Ainda é muito complicado captar as práticas de governança nos modelos de avaliação. Logicamente, empresas com melhor governança têm informações melhores e isso permite uma melhor avaliação da empresa, mas não é a governança em si que garante a melhor avaliação, mas a qualidade das informações. Uma empresa com má governança pode ter informações tão boas quanto. Logicamente, a maneira mais direta em que a governança impacta o valor das ações é a partir do custo de capital das empresas, mas ainda não há bons estudos sobre que custo de capital deve ser usado para empresas com governança e empresas sem governança.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Não possuo opinião sobre tal.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho costuma contar com membros independentes que representam os minoritários, isso garante que de certa maneira, os minoritários sejam ouvidos acerca de importante decisões da empresa. Além disso, o CA é um fórum de checks and balances para o management da empresa. Isso per se já garante maior governança, pois o management passa a ter de explicar suas ações e, com isso, passa a ter de refletir sobre seus atos e os impactos decorrentes.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A governança impacta os mais diversos aspectos da empresa: seu relacionamento com acionistas, funcionários e sociedade como um todo. Dessa maneira, a governança se relaciona com a sustentabilidade. Empresas com alto grau de governança normalmente adotam padrões de sustentabilidade e o contrário também é válido. Dessa maneira, empresas com alta governança tem mais facilidade em implementar conceitos como sustentabilidade entre seus funcionários, fornecedores e acionistas.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Empresas com alto grau de governança normalmente adotam padrões de sustentabilidade e o contrário também é válido. Dessa maneira, empresas com alta governança tem mais facilidade em implementar conceitos como sustentabilidade entre seus funcionários, fornecedores e acionistas.

RESPONDENTE 5

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A importância da GC para o analista reside na promoção de maior transparência para o mercado. Com isso é possível fazer uma análise de investimento mais bem fundamentada atraindo mais investidores para o papel, o que por sua vez traz mais alternativas de funding para as empresas (lembro-me bem de uma época em que tentei fazer um modelo de avaliação para Magnesita e não consegui por falta de dados operacionais disponíveis).

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Essa distinção, a meu ver, é mais de uma forma de comunicação do que uma diferenciação de modelos propriamente dita. Na verdade a empresa deve estar atenta aos impactos a todos os stakeholders, os próprios shareholders normalmente desejam isto. A utilização do conceito dos stakeholders serve muitas vezes para lembrar aos colaboradores que todos devem ser servidos pela empresa, não só o acionista.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

A GC é mais importante para as empresas abertas na medida em que o número de pessoas (físicas e jurídicas) envolvidas é maior e o relacionamento é impessoal (compare por exemplo com uma empresa familiar). O contexto institucional brasileiro no meu ponto de vista não é perfeito, mas é adequado e tem evoluído muito satisfatoriamente.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Associo a GC com a transparência: maior transparência menor risco. Pode-se até adotar nos modelos uma taxa de desconto menor para uma empresa mais transparente, mas eu pessoalmente ainda não fiz isso por considerar que as variáveis macroeconômicas são voláteis em ordem de grandeza maior que a transparência da GC. Entendo a transparência mais como pré-requisito: sem níveis mínimos de transparência, não invisto.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Avalio como positivos e eficazes os diferentes níveis de governança. Eles contribuem para aumentar o valor das empresas à medida que forçam maior transparência.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho de Administração pode ou não ser positivo para a governança dependendo de sua efetividade. Muitos conselhos existem apenas para referendar as ações do Presidente e da Diretoria, o que torna sua contribuição positiva muito pequena. Quanto mais participativo, melhor para a governança, mas pessoalmente não vejo como “forçar” ou induzir uma maior participação do conselho. Com relação ao prazo dos mandatos dos conselheiros sou totalmente contra o defendido pela legislação e pelo IBGC: eles defendem mandatos unificados e eu considero mais produtivo mandatos escalonados, pois a história da empresa e a seqüência dos fatos não se perdem com a eventual troca completa do conselho (este ponto é para mim tão absurdo que entendo que a legislação deveria até mesmo proibir mandatos unificados).

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Como dito anteriormente, entendo que a governança corporativa contribui para uma maior transparência da empresa, que por sua vez evita excessos e radicalismos melhorando a reputação da empresa. Isso tende a ter impactos positivos no desempenho econômico-financeiro das empresas tanto pelo lado do menor custo financeiro como pelo lado da maior atratividade por talentos.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

No meu entendimento o maior desafio encontra-se nas pequenas e médias empresas de controle familiar onde o maior desafio é a perda do controle absoluto pelo controlador.

RESPONDENTE 6

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

O analista sabe que uma empresa com um nível de governança corporativa alto atribui maior confiabilidade nas informações apresentadas, lhe permitindo criar uma modelagem mais precisa e, por fim, cobrir o papel da empresa se for o caso. Neste sentido, não será um problema conseguir informações confiáveis sempre que os seguintes 4 principais pilares que sustentam uma governança corporativa sejam respeitados corretamente, quais sejam: Transparência, Equidade, Responsabilidade Corporativa e Credibilidade nas informações contábeis.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos

stakeholders (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

A Lei das Sociedades Anônimas estabelece, no parágrafo único de seu artigo 116, que o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. Nesse sentido, os interesses dos shareholders (acionistas) e dos stakeholders (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) devem ser sempre conjuntamente focados como objetivo principal da Companhia. Não existe uma regra para este equilíbrio; este dependerá sempre da competência dos acionistas que exercem o poder de controle, da administração da Companhia, das condições de mercado e de fatores adversos em geral. Uma boa prática seria entender que somente o valor percebido pelo consumidor (seja do produto ou serviço a ele oferecido) é o valor real agregado. Quando há um esforço para oferecer um serviço onde a empresa invista mais do que o consumidor precise (escala marginal onde investir mais não gera o retorno médio atingido anteriormente), não vai gerar uma melhor percepção da qualidade por parte dele e a empresa estará perdendo recursos que por sua vez impactarão o fluxo de caixa e resultado da mesma. Quando o modelo com foco no stakeholder tem a preocupação de oferecer algo onde ele consiga atingir a expectativa do cliente utilizando somente os recursos necessários da empresa para conseguir isso, mutuamente ele estará na capacitação ótima (Custo vs. Lucro) onde por fim aumentará o resultado final e estará no lado que traz satisfação ao shareholder. Quando o modelo com foco no stakeholder adota uma boa governança corporativa, oferecendo uma maior transparência na política e estratégias adotadas para satisfazer o cliente, e isto seja bem compreendido por parte dos shareholders, o número de problemas já estará bastante reduzido.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações

informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Governança Corporativa é importante em qualquer tipo de sociedade. A diferença que uma boa governança em uma sociedade aberta atinge um número maior de beneficiários e vice-versa. Por isto a preocupação com informações precisas e consistentes sempre deve ser buscada. Quando a empresa adota elevados níveis de governança, ela está mostrando para o mercado que assume a responsabilidade de oferecer maior transparência e qualidade, tendo risco de ser penalizada por órgãos e mecanismos criados pelo mercado caso não cumpra o prometido. A CVM junto com a BOVESPA tem feito um ótimo trabalho em controlar o cumprimento destas regras e normas pelas companhias abertas.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Como já foi mencionado nas questões anteriores, quanto melhor for o nível de governança corporativa adotado, menor será o risco da empresa oferecer informações que não sejam transparentes e de acordo com as normas de boas práticas. A diferença vai ser a credibilidade nos números oferecidos e maior entendimento dos mesmos, pois dado que governança seja boa, a empresa tem o dever de oferecer explicações de como se chegaram aos mesmos e até a ajuda na modelagem por parte da empresa é normal nos casos de GC exemplar.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com consequente valorização e menor custo de capital?

Mais uma vez os níveis oferecidos pela a BOVESPA funcionam como um “guidance”, mas não necessariamente são o resultado final. Ele deve ser analisado mais a fundo, e cabe ao

analista cobrar da empresa, comparando-a com os seus peers de mercado e chegando a conclusão por si só se a empresa realmente se qualifica no nível mencionado. Isso funciona para investidores físicos, que representam algo em torno de 25 % do BOVESPA, mas os demais investidores não analisam somente se a empresa está ou não no nível mais alto de GC da BOVESPA, mas sim se ela está cumprindo o que fala e indo mais além, oferecendo algo mais. A GC da BOVESPA, hoje em dia virou algo primordial. Em resumo, a eficácia dos níveis diferenciados de GC está na capacidade do analista de analisar e compreender com maior transparência as informações sobre a companhia e de assegurar aos investidores que as decisões corporativas serão tomadas com profissionalismo, isenção e transparência.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho de Administração coloca-se em posição intermediária entre a assembléia e a diretoria e exerce a primordial função de proteger e valorizar o patrimônio da Companhia, maximizar o retorno do investimento, orientar os negócios da companhia e acompanhar e fiscalizar a atuação dos diretores. O Conselho deve ter pleno conhecimento dos valores da empresa, propósitos e crenças dos acionistas, zelando pelo seu aprimoramento. O Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa do Novo Mercado – BOVESPA determina que o Conselho de Administração das empresas listadas no Novo Mercado seja composto por, no mínimo, cinco conselheiros eleitos pela Assembléia Geral, entre pessoas de elevada reputação e competência, dos quais 20% deverão ser independentes. Já o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC vai além e recomenda que o conselho possa ser composto de cinco até nove membros, em sua maioria por conselheiros independentes, dependendo do perfil da sociedade. Entende-se por conselheiro independente aquele que não possui qualquer vínculo com a organização. Nos termos do Regulamento do Novo Mercado, os membros do Conselho de Administração deverão ter mandato unificado de no máximo dois anos, sendo permitida a destituição a qualquer tempo, bem como reeleição dos membros. É, outrossim, recomendável que pessoas-

chave da sociedade, assessores técnicos ou consultores sejam convidados ocasionalmente para as reuniões do Conselho de Administração, para prestar informações, expor suas atividades ou apresentar opiniões sobre assuntos de sua especialidade. É recomendável buscar-se diversidade na composição do Conselho de Administração, e que o membro do conselho de seja capaz de ler e entender relatórios gerenciais e financeiros; não possua conflito de interesses com a companhia; esteja alinhado com os valores desta; tenha conhecimento das melhores práticas de governança corporativa; e disponibilidade de tempo. Dependendo do perfil da sociedade, o acúmulo das funções nos órgãos da Diretoria e do Conselho pode ser muito proveitoso, no sentido de que este membro poderá sempre colaborar na implementação, pela Diretoria, das estratégias traçadas pelo Conselho de Administração, bem como no alinhamento entre o funcionamento dos dois órgãos.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Quanto mais bem feito e respeitado forem as práticas de GC, boa percepção por parte dos analistas (gera boas coberturas) e shareholders (Compra a ação e recomenda aos outros), melhor será a reputação da empresa no mercado. Quanto ao desempenho da ação empresa econômico-financeiro, a empresa tem que estar trazendo um bom retorno, ou então nada adiantará, a não ser que dependa de vários outros fatores que a empresa não possa controlar, como cenários pessimistas de políticas macro econômicas e má compreensão do setor como um todo. Cabe à empresa sempre ser transparente nas informações para oferecer uma compreensão ótima por parte do mercado, pois a política macro mercadológica pode ser mal aplicada, mas a da empresa não.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Conseguir implementar as normas de maneira eficiente e que, ao mesmo tempo, não agrida a cultura e o clima organizacional que por fim possa impactar o desempenho operacional desviando a estratégia da empresa de focar em trazer um ótimo serviço ou produto ao seu cliente.

RESPONDENTE 7

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Para o profissional RI seria uma melhor imagem do serviço prestado e do compromisso da empresa/management com seus investidores/acionistas.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Sim, cada empresa escolhe um modelo que lhe convém para adoção. A empresa onde eu trabalho, por exemplo, ela tem controle familiar e todas ações ordinárias com direito a voto pertencem ao controle familiar, mas mesmo assim a empresa busca o aperfeiçoamento da Governança, instituindo comitês, tendo uma administração transparente e eficiente.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Para empresas de capital aberto quanto mais transparente for a administração da empresa melhor. É preciso ter controles através de comitês e transparência através de divulgação de informações com equidade para todos.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de

avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Não se aplica.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com consequente valorização e menor custo de capital?

Os diferentes níveis são eficazes na medida em que protegem o investidor com direitos como tag along e mecanismos que aumentam a transparência das empresas gerando maior liquidez. Toda transparência é bem vinda ao investidor, que se sente mais seguro ao investir.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O conselho de Administração da VCP é composto por membros da família do grupo controlador e pelo CEO da empresa. Possui 5 membros com mandato de 2 anos e possibilidade de reeleição. Eles não são remunerados pela posição e são responsáveis por definir as estratégias da empresa, eleger diretores-executivos e monitorar seu desempenho e suas atividades. As reuniões são registradas em Ata e arquivadas como documentação. Em 2007 o Conselho se reuniu 15 vezes. Os membros do Conselho não são avaliados de maneira sistemática.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Com a reputação corporativa contribui muito, pois quanto mais transparente for a gestão melhor será a sua reputação. Já com o desempenho econômico-financeiro não acredito que deva contribuir muito, depende muito mais de uma série de fatores operacionais e econômicos e de mercado.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

No caso da VCP seria o perfil familiar da gestão. Todo controle (ações ordinárias) estão na mão do controle familiar e com isso algumas ferramentas de governança como tag along, voto em Assembléia, membro independente no Conselho de Administração, não são possíveis devido ao perfil da gestão familiar.

RESPONDENTE 8

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Muito importante porque antes da GC as coisas eram feitas sem um padrão definido, o que impedia a comparação entre empresas, até mesmo dentro de um mesmo setor. Com o advento da GC, a comparabilidade tornou-se uma realidade, pois há padrões e regras.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Na minha opinião, no início o interesse sempre acontece voltado para os acionistas majoritários, mas depois que a empresa começa uma relação com o mercado, algumas informações passam a ser uma exigência, e se o foco continua no público interno, mais especificamente nos stakeholders, e então a preocupação se amplia a todos os públicos. Acontece sempre uma curva de aprendizado, mas o equilíbrio sempre é uma busca, nunca acontece plenamente.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Acho que o Brasil evoluiu muito, e que aqui há até mais equilíbrio que nos EUA, aonde o excesso de regras acaba dificultando algumas ofertas por excesso de custos e processos. Do jeito que está hoje, as regras são muito boas sim.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Existe muito a relação de confiança, pois investimento é confiança. Muitas empresas que abriram capital foram muito otimistas em processos de road show e, depois, seus resultados se mostraram mais fracos. Esta credibilidade, certamente, se dá através das práticas de GC também, e isto interfere sim no modelo de valuation.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Sinceramente o maior diferencial é o direito ou não ao “tag along”. É a isto que os investidores estão mais atentos, as outras medidas são muito menos importantes. As apostas pautadas em tag along realmente acontecem e fazem sentido, mas as demais têm muito menos peso. Mesmo assim, é difícil avaliar quanto do preço é devido a este direito (de “tag along”).

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

Eu acho que é muito importante ter membros familiares e externos, sempre, tanto no conselho quanto na administração da empresa, em cargos executivos. Este mix é importante, e os membros externos ajudam, mas é muito importante seguir as diretrizes de quem está no dia a dia (geralmente a família), com maior peso.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Não há forte relação entre o desempenho operacional e a reputação/governança em peso muito grande. Não adianta ter GC se não há um bom management, equipe de vendas, controle de custos, etc. No entanto, quando uma empresa vai mal, acho que a GC é ainda mais importante, pois cai a confiança que seria depositada através de números fortes divulgados em balanço.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

O mercado muda muito ao longo do tempo, e o principal desafio é fazer com que a empresa e o management enxerguem quais são as pautas mais importantes, adota-las, e então comunicar isto ao público em geral.

RESPONDENTE 9

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Neste contexto a GC é de extrema importância tanto para analistas buy side e sell side. Em primeiro lugar porque sem transparência e prestação responsável de contas a análise da companhia pode ficar inviável. Em segundo lugar, supondo que a transparência e a prestação fossem suficientes para analisar a empresa, a falta de justiça, equidade e respeito aos acionistas minoritários pode levar a um desconto na percepção do valor justo da companhia. Em contrapartida, a prática destes princípios podem de fato aumentar o valor justo percebido pelo mercado.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

A empresa pode até não chamar a GC com o restante dos stakeholders (além dos shareholders) de GC, porém a prática da GC apenas dos shareholders é incompleta e insustentável no longo prazo. Na minha opinião, existe apenas uma só que é a dos stakeholders que, de fato, engloba a GC dos shareholders.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Altos padrões de Governança Corporativa são a base para a sustentabilidade de qualquer companhia em qualquer que seja o setor da economia em que atua, seja ela de capital fechado ou aberto. O fato é que a GC, em se tratando de companhias de capital aberto, é mais desejada e mais cobrada. Com relação ao contexto institucional brasileiro, incluindo neste contexto a atuação da CVM no seu papel de regulador e fiscalizador do mercado de capitais, tenho a impressão que é uma das melhores do mundo.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

A percepção de risco de uma companhia que comprovadamente pratica os princípios citados acima, certamente será menor que a de uma companhia que não o faz. Esta percepção se dá através do reconhecimento, por parte dos agentes do mercado, de que a companhia efetivamente fundamenta sua gestão nestes princípios, e é resultado do relacionamento que a empresa cultivou ao longo do tempo com seus stakeholders. Na prática, todo este reconhecimento se traduz, no longo prazo, em um fluxo de caixa mais estável com custos menores, margens maiores, rentabilidade maior e menor custo de capital.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

No meu entendimento, os níveis diferenciados de GC da Bovespa são uma grande conquista, não só da Bovespa mas do mercado de capitais como um todo, pois através deles as empresas que aderem aumentam seu nível de comprometimento além dos padrões mínimos da legislação vigente. As companhias que abraçam este tipo de compromisso certamente serão melhor vistas pelo mercado porém, como coloquei anteriormente, não basta assinar um termo de compromisso para falar que tem GC diferenciada, é necessário que a empresa comprove que estes compromissos fazem efetivamente parte da gestão da companhia no dia a

dia. E este tipo de reconhecimento só vem com o tempo. Não saberia dizer se o fato da companhia aderir a algum nível de GC da Bovespa por si só aumente o volume de recursos direcionado para a companhia porém, é importante lembrar, que fundos que só investem em empresas com GC diferenciada podem usar como critério de inclusão na sua carteira o fato da empresa ter estes compromissos.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

Acredito que a função principal do conselho de administração é definir a estratégia da empresa e fiscalizar sua implementação sem botar a mão na massa. Existe uma frase em inglês que ilustra bem este entendimento: “Nose in, fingers out”. A tradução literal seria “nariz dentro, dedos fora”. Para isto, o conselho deve lançar mão da tecnologia e meios disponíveis para poder aprovar e acompanhar metas e indicadores. Acredito também que ao menos um membro deva ser independente (no sentido amplo do conceito), tentando evitar, sempre que possível que o presidente do conselho seja um dos principais executivos da empresa. Com relação ao número de membros, prazo do mandato e periodicidade das reuniões, no meu entendimento deve ser analisado caso a caso e depende em alto grau do negócio que a companhia explora o porte da companhia, fase da economia, etc. O conselho de administração tem um papel fundamental na GC uma vez que representa os acionistas da empresa, neste sentido entendo que a principal contribuição do CA na promoção da GC da companhia é fomentar que todas suas decisões sejam tomadas visando a perenidade da companhia no longo prazo.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Práticas de GC diferenciadas refletem, na prática, em uma melhor performance financeira da empresa no longo prazo. Isto acontece pois as decisões são tomadas focando no que é melhor

para a empresa no longo prazo, mesmo que isto implique em sacrifício de resultados no curto prazo.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Na minha opinião o principal desafio para a implementação da GC nas companhias abertas é o fato do principal responsável pela GC na companhia ser o CA, onde, na prática, o CA representa um dos stakeholders. O ideal, na prática, seria poder contar dentro das empresas com um órgão colegiado, o mais independente possível (o que é difícil tendo em vista que invariavelmente de alguma forma será subordinado ao CA), responsável pela fiscalização da implementação da GC.

RESPONDENTE 10

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A governança corporativa é fundamental para o trabalho do analista. As áreas de RI das companhias se pautam pelos princípios de transparência, prestação de contas, conformidade e equidade na comunicação com o analista. E são estes princípios que dão subsídio aos analistas para que efetuem as suas projeções. Quanto mais transparente uma companhia, maior a quantidade e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado e por conseguinte, mais fundamentadas serão as recomendações dos analistas.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática

há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Não acho que na prática haja esta escolha. Na realidade, os principais “clientes” da área de RI são os shareholders e analistas da companhia. Entretanto, a governança corporativa - baseada nos princípios de transparência, equidade, conformidade e prestação de contas - aliada à práticas sustentáveis atingem não só aos shareholders, mas também aos stakeholders.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

A governança corporativa merece igual destaque para empresas abertas ou fechadas. Entretanto, as companhias de capital aberto estão sob vigilância constante do mercado e de seus acionistas e, por isso, devem dar maior atenção aos princípios que norteiam as suas condutas. Para as empresas fechadas as práticas de GC podem servir como modelo para sua própria gestão ou como preparação para uma eventual abertura de capital a qualquer tempo.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

As práticas de governança corporativa alteram a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotam em razão da quantidade e qualidade da informação que é prestada. Com mais informações disponíveis os riscos associados ao investimento diminuem. Assim, pode-se entender que há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção das referidas práticas. Diversos estudos publicados mostram que os investidores preferem empresas com elevadas prática de governança e aceitam pagar um “ágio” pela governança.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com consequente valorização e menor custo de capital?

Os níveis diferenciados de GC da Bovespa demonstram a evolução e o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro. Sem dúvida, regras mais rígidas de governança contribuem para o aumento do valor e da liquidez das ações das diversas empresas, pois propiciam um ambiente mais seguro para investidores, analistas, etc.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho de Administração é de suma importância, por ser responsável pela definição das estratégias da Cia. e quaisquer alterações de rota que se façam necessárias para a consecução dos seus objetivos. Na Localiza, o conselho de administração é composto por 9 membros, sendo 4 independentes. O mandato é de 1 ano, permitida a reeleição. Os encontros se dão ordinariamente, pelo menos 4 vezes ao ano. Os assuntos prioritários dizem respeito às estratégias da empresa e ao monitoramento de sua performance.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A governança corporativa melhora a percepção e por conseqüência, a reputação da companhia. A experiência demonstra que empresas que adotam elevados padrões de governança tendem a apresentar desempenho econômico-financeiro voltado para o longo prazo em função do alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Acredito que o desafio seja cultural. Uma maior comunicação e abertura de informações detalhadas não eram práticas tradicionais entre as companhias brasileiras. Com a evolução do mercado de capitais as companhias abertas estão aprendendo a melhor forma de se comunicar com o mercado. O próprio mercado de capitais brasileiro, ainda relativamente novo, tende a evoluir no que se refere às práticas de governança corporativa.

RESPONDENTE 11

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A G.C., principalmente em relação às Companhias listadas no Novo Mercado, garante ao Analista a possibilidade de acesso a informações mais precisas e maior transparência. Insere-se nesse contexto um ponto de excepcional relevância que é “a ética nos negócios”. Postura ética que se impõe a uma Companhia listada no Novo Mercado, conduz, necessariamente, a práticas mais seguras, maior transparência e melhoria na performance empresarial.

Esse conjunto de normas assegura maior conforto para que o analista possa concluir suas observações e considerações sobre a Companhia com maior segurança e convicção de que suas indicações não poderão ser prejudiciais às partes interessadas.

É forçoso reconhecer, no entanto, que os IPOs ocorridos nos últimos anos apresentaram deformações e distorções que “acendem a luz amarela”. Denúncias na mídia, demonstraram alguns conflitos sérios entre algumas Companhias e os próprios Bancos que foram os coordenadores. Se as denúncias forem procedentes, conclui-se por um sério conflito entre a Companhia e o Analista (sell side), questão que tem que ser apurada e resolvida.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Aparentemente algumas Companhias dão maior relevância aos stakeholders em detrimento aos shareholders. Possivelmente isso ocorra pelo fato dos stakeholders terem uma convivência maior com os gestores da Companhia, e envolvimento direto no negócio. No entanto, uma Companhia mais voltada para o Mercado de Capitais, no qual seu valor e seus riscos serão precificados e avaliados, verá que ambas as figuras, shareholders e stakeholders, devem merecer tratamento igualitários, já que todos tem a ganhar com essa postura.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Parece ser mais um processo cultural de uma sociedade que aceita que uma Companhia que não seja de capital aberto possa atuar sem a observância de princípios de Governança Corporativa. Mesmo nas Companhias de capital aberto, mas não listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, pode-se observar determinada permissividade a partir da postura dos próprios agentes de fiscalização, dos analistas e agências de rating.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Observando as organizações, as Companhias com G.C. adotam modelos de gestão compatíveis com maior segurança, código de ética e conduta, controle de riscos, comitês, etc., modelagem que, a princípio, é hierarquizada por nível de risco e poder de decisão. Tais

aspectos são fundamentais para que o analista tenha maior segurança no seu trabalho e, também, em análises específicas de terceiros como, por exemplo, as agências de rating.

No entanto, a mídia tem publicado fatos desabonadores e ações de elevadíssimo risco por parte de Executivos que, por conta e risco, alavancaram posições além de suas respectivas alçadas, causando prejuízos graves aos investidores. Isso não deveria ser possível, mediante uma política de compliance efetiva. A questão é: houve leniência de todos?

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com consequente valorização e menor custo de capital?

Os níveis 1 e 2 representam uma espécie de “Carta de Intenções” para quem deseja chegar ao Novo Mercado e são extremamente válidos para que determinadas Companhias possam vencer obstáculos de forma gradual até atingir o Novo Mercado.

Todos os níveis são eficientes e por si só, representam um avanço relevante na postura da Companhia em relação ao Mercado e particularmente em relação aos analistas.

Existe, no entanto, posturas meramente protocolares da parte de algumas Companhias que cumprem minimamente o básico exigido. Há necessidade de se incentivar mais a aproximação dessas Companhias com os investidores.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O Conselho de Administração deve ter sua importância destacada, sendo necessário observar alguns pontos relevantes para que esse colegiado atue com independência, com transparência e com profissionalismo, monitorando as metas e o desempenho da Companhia e deliberando a respeito do planejamento estratégico da Empresa.

A postura estratégica do Conselho de Administração, na transparência, ética nos negócios, na seriedade e retidão de suas decisões, será fundamental para que a G.C. seja percebida por toda a instituição como algo pétreo na Missão, Visão e Valores da Companhia.

Parece ser bastante relevante que os conselheiros tenham mandato com prazo fixado. Considerando que o Conselho de Administração é o órgão estratégico de decisão, seria desejável que esse colegiado se reúna com periodicidade mensal. O conselho deve ser composto (membro externo) por profissionais experientes e com formação intelectual de sorte a agregar valor no processo de decisão do colegiado. O membro externo deve ser escolhido exclusivamente por competência e capacidade, vedado o parentesco. É bastante relevante para assegurar uma boa governança que o Presidente do Conselho não seja membro da Diretoria Executiva.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A G.C. está diretamente correlacionada à reputação corporativa. O código de Ética e Conduta e o comprometimento com a Missão, Visão e Valores da Companhia impõem a todo o corpo diretivo e de colaboradores a ascensão dessas diretrizes como bandeiras e sinalizadores de conduta e engajamento.

O planejamento estratégico que é participativo e que fixa metas de produção/produktividade e orçamento de despesas/investimento passa a ser a bíblia da corporação assegurando melhorias no desempenho econômico-financeiro.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

O grande desafio está na compreensão de que, G.C. não é modismo, e sim uma filosofia moderna, eficiente e transparente de fazer as coisas com ética, disciplina e resultados. A dificuldade maior a ser superada é à vontade e a decisão de implantar e implementar políticas práticas de Governança Corporativa.

RESPONDENTE 12

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Gerar segurança em sua análise; equidade de informação com o mercado; transparência, dando condições para uma boa base de trabalho.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Não deve existir separação entre os modelos de GC.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Garantir informações claras e com qualidade para os acionistas ou analistas. Atualmente a GC não é muito visível em empresas que dizem adotar, porém está melhorando e aparecendo

cada vez mais no mercado. Depende do comprometimento dos profissionais e do mercado. Ainda há muito o que se fazer.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Boas práticas de GC são essenciais, influenciam diretamente na imagem da empresa no mercado. Existe uma relação indiretamente com certeza.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Oferecem maior segurança aos investidores (ex: empresas do novo mercado que possuem 100% de tag along). Não aumenta a liquidez, mas o valor da empresa acreditamos que sim. Maior interesse dos investidores sim, custo de capital inferior. Em longo prazo a valorização das ações.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

A importância do CA é oportunidade de melhorar a qualidade da gestão através da contribuição de conselheiros externos qualificados. A ABnote tem o seu CA com as seguintes

características (www.abnote.com.br/ri , Governança Corporativo / Diretoria e Conselho de Administração). Fundamental o comprometimento dos CA's com as boas práticas de GC.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Mostram abertura para atender os acionistas ou analistas do mercado, tirando as dúvidas e criando uma relação de confiança que ajuda na hora de projetar um fluxo de uma empresa. É importante que o investidor/acionista sinta-se confortável e tenha confiança na administração da companhia.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

O principal desafio é cultural, é preciso que as companhias entendam que GC é extremamente importante tanto no ambiente interno como externo da companhia. Isso envolve a cultura organizacional e as políticas adotadas pela empresa, comprometendo desde o CA aos funcionários na base da pirâmide organizacional.

RESPONDENTE 13

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

A GC é parte fundamental no trabalho de qualquer analista /investidor de mercado. A aderência aos princípios de GC vai proteger os investidores de tratamentos não-equitativos em relação aos acionistas minoritários.

A GC não é fator único de decisão de investimento em qualquer empresa, mas certamente a falta dela pode impossibilitar o investimento.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Acredito que a decisão da adoção de padrões elevados de GC é uma decisão de longo prazo que deve ser incorporada no DNA da empresa. Logo uma escolha como essa não pode ser tomada visando apenas um dos grupos citados acima. Deve ser tomada endereçando os dois grupos.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

A GC é importante para todas as empresas, mas as empresas de capital aberto por terem por definição um maior número de acionistas faz com que seja ainda mais essencial para a regulação da sociedade.

Acredito que o contexto institucional em que a GC atingiu no Brasil nos últimos anos é muito positiva. Principalmente se levarmos em conta a evolução verificada recentemente.

Vale destacar o papel da CVM como órgão regulador e da Bovespa através da criação do “Novo Mercado”.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Empresas sem regras claras de GC devem ser avaliadas com uma taxa de risco superior a das empresas que possuem alto padrão de GC. Essa taxa de risco pode ser colocada na taxa

de desço do Fluxo de Caixa Descontado ou na exigência de uma maior desconto entre Valor de Mercado/Valor Justo para o investimento. Em resumo, empresas com pouca GV devem sempre negociar com um desconto em relação a empresas que adotem elevados padrões de GC.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com conseqüente valorização e menor custo de capital?

Os níveis diferenciados da Bovespa foram muito eficazes para incentivar os controladores a dotarem altos padrões de GC. Sem dúvida, os investidores pagam mais pelas ações com os melhores padrões de GC. A melhor liquidez é uma conseqüência natural dessa melhor avaliação.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O CA é órgão essencial para a definição de estratégia de longo prazo e fiscalização dos administradores. Não acredito que existam regras únicas para eficácia do órgão. O sucesso vai depender da capacidade e envolvimento dos membros do CA.

O CA pode contribuir para a GC através da aderência aos níveis diferenciados da Bovespa e conseqüentes mudança do Estatuto Social para a adequação a esse novo nível. Também pode ajudar nos processos utilizados dentro do CA para cobrança e alinhamento da administração.

7) No seu entendimento qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Empresas com GC são mais respeitadas pela seriedade e proteção de todos stakeholders. Melhorando e facilitando a relação com todos agentes da sociedade.

A GC permite diversos benefícios como custo de capital mais baixo que acaba por aumentar o desempenho econômico-financeiro da empresa.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

O principal desafio é a estrutura de controle definido que ainda permeia grande parte de nossas sociedades, e os benefícios ainda deixados por nossa antiga legislação para esse modelo.

RESPONDENTE 14

1) Considerando-se que governança corporativa (GC) se fundamenta em princípios como justiça e equidade no tratamento dos acionistas e respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência das informações, prestação responsável de contas fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria, e conformidade no cumprimento de normas vigentes, qual a importância da GC para o trabalho de um analista?

Uma empresa com alto nível de governança tende a ser mais transparente com o mercado e por isso é mais fácil de se mensurar os riscos envolvidos no investimento.

2) A literatura tradicional acerca de governança corporativa explicita que há diversos modelos de entendimento dessa. Dentre eles, os mais importantes são o dos *shareholders* e o dos *stakeholders* (daí a necessidade da criação de regras de convivência entre controladores e proprietários mais previsível e regulamentada). De acordo com seu ponto de vista, na prática há essa separação, ou seja, há escolha da empresa em adotar um modelo em detrimento de outro? Explique.

Acredito que sejam complementares e não excludentes. O bom relacionamento com clientes, fornecedores e sociedade não atrapalha a relação empresa-acionista. Pode, inclusive, fortalecê-la, especialmente nestes períodos de preocupação crescente do investidor com responsabilidade social.

3) Em que aspectos a governança corporativa é mais importante ao tratarmos das companhias de capital aberto? Como você qualifica o contexto institucional (as regras formais, limitações informais e os mecanismos responsáveis pela eficácia) e organizacional brasileiro em relação a esse aspecto?

Na proteção do investidor minoritário e regulação das expectativas do mercado. Apesar de ainda haver surpresas vindas de empresas com padrão elevado de governança (vide recentes casos de fusões e aquisições no Brasil), a adoção destes padrões tende a melhorar a percepção de risco do investidor.

4) Como as práticas de governança corporativa podem alterar a percepção de risco associada ao investimento nas companhias que as adotem? Há relação direta entre os modelos de avaliação de investimentos e a adoção de práticas de governança corporativa? Como você considera essa questão (GC) em seus modelos de valoração?

Não sei se chega a ser uma alteração na percepção do risco. Acho que se trata de um melhor mapeamento do risco da empresa e do setor. Não utilizo outras técnicas ou ajustes (na taxa de desconto, por exemplo) para sensibilizar as projeções além do conservadorismo para empresas com baixo disclosure de informações ou administração menos eficiente.

5) Como você avalia os níveis diferenciados de GC da BOVESPA em termos de eficácia? Você considera que os níveis diferenciados de governança contribuem para aumentar o valor das empresas e da liquidez de suas ações, uma vez que a adesão aos níveis diferenciados permite ao investidor maior segurança, ao passo que amplia a previsibilidade sobre a gestão e retornos futuros? Observa-se também que as empresas listadas apresentam alguns diferenciais como maior demanda por suas ações, com consequente valorização e menor custo de capital?

Não sei se há diferença relevante entre empresas com diferentes níveis de governança.

6) Comente sobre a importância do conselho de administração e sua dinâmica de trabalho (número de membros; prazo do mandato; periodicidade das reuniões; existência ou não de membro externo; existência ou não de grau de parentesco entre o membro externo e a presidência e/ou diretoria da empresa; formação profissional dos conselheiros; coincidência ou não de o presidente ser do conselho de administração; deliberações; assuntos prioritários; monitoramento do desempenho; discussões estratégicas). Como o conselho pode contribuir para promover a governança corporativa?

O CA é muito importante porque estabelece as diretrizes da companhia e escolhe os executores destas diretrizes.

7) No seu entendimento, qual é a contribuição da governança corporativa para a reputação corporativa? Relacione esse item com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

A contribuição sobre a reputação da companhia é grande, mas não é sinônimo de maiores lucros ou geração de caixa.

8) Quais os principais desafios (estratégicos e operacionais) registrados para a implementação da governança corporativa nas companhias abertas brasileiras?

Acredito que seja a revisão do relacionamento com os stakeholders, a disseminação de uma 'cultura' que preze pela transparência e uma maior regulação das próprias atividades internas.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)