

**GILSON JOSÉ BARAUSSE**

**AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL, COMO MEIO  
PARA VALORIZAR AS EMPRESAS E ATRAIR MAIS INVESTIDORES**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de especialista no Curso de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças da Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Ana Paula Mussi S. Cherobim

**CURITIBA**

**2007**

A todos que acreditam que a educação é  
o único caminho para a transformação  
social.

## AGRADECIMENTOS

À Prof<sup>a</sup> Ana Paula Mussi S. Cherobim, pela orientação e sugestões apresentadas.

Aos colegas de curso pela amizade.

À minha esposa Luciane, meus filhos Matheus e Isabella pelo apoio e compreensão.

## RESUMO

O estudo focaliza a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, como sendo o melhor caminho a ser seguido, pelas empresas que desejam atrair novos investimentos para alavancar seu crescimento, e com isso, enfrentar a concorrência e permanecerem no mercado. De um lado ganha o investidor que tem seu investimento melhor remunerado, e de outro, ganha a empresa que faz a captação, para financiar suas operações. A exemplo de outros países, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, confere ao mercado acionário, maior credibilidade e confiança, pois reduz a ação de empresas sem ética e que não respeitam os direitos de seus acionistas de maneira eqüitativa, uma vez que exige das empresas maior transparência na condução dos negócios, e implica na aceitação por parte das empresas, de regras que melhor disciplinam o mercado acionário. Os números que o mercado de capitais brasileiro apresenta, apontam que as empresas estão no caminho certo. Dados levantados para o desenvolvimento deste trabalho apontam que as empresas que aderiram às práticas de Governança Corporativa tiveram maior valorização de suas ações. Com isso um número cada vez maior de investidores aporta neste mercado que tem tudo para alavancar o crescimento das empresas brasileiras.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Bovespa; CVM; Novo Mercado; Transparência, Sox.



## SUMÁRIO

RESUMO.....	3
SUMÁRIO.....	4
LISTA DE ANEXOS.....	5
1 INTRODUÇÃO.....	6
2 O MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.....	9
3 A REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	13
4 ORIGEM DAS BOLSAS DE VALORES.....	14
4.1 CONCEITO DE BOLSA DE VALORES.....	15
4.2 OBJETIVOS DA BOLSA DE VALORES.....	16
4.3 ADMINISTRAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES.....	16
5 AS BOLSAS DE VALORES NO BRASIL.....	18
5.1 BOVESPA – (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO).....	19
6 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	22
6.1 ATRIBUIÇÕES.....	22
6.2 OBJETIVOS.....	23
7 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
7.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	26
7.1.1 COMPANHIAS NÍVEL 1.....	27
7.1.2 COMPANHIAS NÍVEL 2.....	28
7.1.3 NOVO MERCADO.....	29
7.2 IGC – CONCEITO E METODOLOGIA DE CÁLCULO.....	32
7.3 BOVESPA MAIS.....	34
8 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....	36
8.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS.....	36
8.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO.....	37
8.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA.....	38
8.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO.....	40
8.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA FRANÇA.....	42
9 COMPARAÇÃO ENTRE OS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	44
10 SOX – SARBANES-OXLEY.....	47
10.1 PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES DA SOX.....	48
10.2 CONTROLES INTERNOS ESTABELECIDOS NA LEI.....	49
10.3 PRINCIPAIS SEÇÕES QUE COMPÕEM A LEI.....	50
11 ANÁLISE DE DADOS.....	51
12 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	58
REFERÊNCIAS.....	67

## **LISTA DE ANEXOS**

<b>ANEXO A – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 1</b>	<b>60</b>
<b>ANEXO B – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 2</b>	<b>61</b>
<b>ANEXO C – COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO</b>	<b>62</b>
<b>ANEXO D – SEGMENTOS DE LISTAGEM BOVESPA – DIFERENÇAS</b>	<b>65</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos o mercado brasileiro de capitais tem demonstrado ser um ambiente muito atrativo e mais seguro para investimentos, com excelente rentabilidade e grau de desenvolvimento e maturidade equiparados aos dos países mais desenvolvidos. Prova disso é o grande aumento no número de investidores nacionais e estrangeiros que têm procurado elevar seus ganhos investindo em papéis negociados nas bolsas de valores brasileiras.

Alguns estudos indicam que um dos fatores que vem contribuindo para essa transformação, é a crescente busca por parte das empresas de aderirem às práticas de Governança Corporativa.

Este trabalho tem por objetivo investigar se as práticas de Governança Corporativa valorizam as empresas e atraem investidores.

Esses investimentos são feitos por meio de compra direta através de corretoras, que são as únicas instituições que tem autorização para operar no recinto da Bolsa de Valores. Ou por meio indireto quando os investimentos são efetuados em fundos de ações que são administrados pelos bancos, que cuidam da gestão desses fundos.

A queda do índice do risco Brasil aliada a estabilização econômica promovida pelos últimos governos, que tornaram o mercado brasileiro mais seguro, bem como a internacionalização de empresas brasileiras e ações efetivas da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), são alguns dos principais fatores responsáveis pela atração de novos investidores nacionais e internacionais para as bolsas do Brasil.

Também a baixa rentabilidade dos investimentos mais tradicionais e conservadores, como a poupança e os fundos de renda fixa, contribuiu para a migração de investimentos. Os investidores estão à procura do melhor retorno, visando maximizar os ganhos do capital investido, aceitando para isso, correrem todos os riscos inerentes aos investimentos no mercado de capitais.

Riscos estes que podem ser mais bem administrados, devido às medidas tomadas pela Bovespa, como a criação, em dezembro de 2000, dos Níveis de Governança Corporativa, sendo o Novo Mercado o nível mais desenvolvido. Nele estão listadas as empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de práticas de governança corporativas adicionais às exigidas pela legislação, e que,

atribuem mais transparência, responsabilidade e segurança aos negócios da empresa, além de conferir mais equidade no tratamento aos acionistas minoritários.

Para cada nível de governança corporativa é necessário que a empresa se submeta a várias exigências feitas pela Bovespa. Essas adequações geram maiores custos para as empresas. É válido analisar se os custos envolvidos compensam a valorização que a empresa poderá ter no mercado.

Medidas semelhantes foram tomadas nos Estados Unidos. Foi com o objetivo de restabelecer a confiabilidade no mercado de capitais americano, após escândalos ocorridos no final de 2001 envolvendo grandes empresas, que os Estados Unidos aprovaram em julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley ou simplesmente Sox, que trata sobre a Governança Corporativa e de outras responsabilidades por parte dos gestores de companhias.

Iniciativas como essas conferem aos investidores a possibilidade de prever com maior segurança o comportamento das ações negociadas, pois as empresas são obrigadas a divulgar com mais detalhes informações que são de suma importância para decisão de um investimento.

Outras iniciativas da Bovespa que merecem destaque são os programas “Folhainvest em Ação” e “Bovespa vai até você”. Esses programas foram desenvolvidos com o objetivo de aumentar a popularização das bolsas de valores e incentivar novos investimentos, demonstrando de maneira prática, e acessível a todos, seu funcionamento operacional.

Análises na evolução do Índice Governança Corporativa (IGC), demonstram que companhias que aderiram aos níveis de governança corporativa desenvolvidos pela Bovespa, tiveram suas ações mais valorizadas em relação às ações das companhias que não aderiram. Isto demonstra que os investidores estão atentos ao mercado e que procuram investir em empresas que têm mais responsabilidade e respeito por todos os seus acionistas.

O desenvolvimento deste trabalho contempla uma visão do mercado de capitais no Brasil, seu surgimento e evolução. Trata também da reforma da Lei das Sociedades Anônimas, a qual faz novas exigências às empresas.

Outros temas discutidos são a origem das Bolsas de Valores no mundo e no Brasil, bem como o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como Entidade Supervisora do mercado de capitais brasileiro, suas atribuições e objetivos.

A Governança Corporativa é estudada a partir de todos os seus níveis de governança, como funciona e as empresas que pertencem a cada nível.

Complementando o tema Governança Corporativa, apresenta-se a Lei Sox – Sarbanes-Oxley, que como já mencionado, rege o tema no mercado financeiro dos Estados Unidos.

No final é traçada uma análise no índice IGC (Governança Corporativa) nos anos de 2002 até 2006, possibilitando analisar a evolução da valorização das ações que compõem o índice. Sendo possível com isso, comparar o índice IGC com outros *benchmarks* utilizados pelo mercado de capitais e avaliar se as empresas listadas nos níveis de GC tiveram maior valorização do que as outras empresas.

A metodologia desse trabalho segue abordagem qualitativa e quantitativa. Parte de extensa revisão teórica e faz análise quantitativa de índices.

## 2 O MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL

Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, também limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro quando diversas novas leis foram editadas.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais podemos citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN, a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

A introdução da legislação acima referida resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsa de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central - Diretoria de Mercado de Capitais.

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre as quais se destacam os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Estes fundos eram uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto

de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Com o grande volume de recursos carreados para o mercado de acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou o "boom" da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir.

Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo, conhecido como "boom de 1971", teve curta duração, mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário.

Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações, a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157, e a criação das Sociedades de Investimento Decreto Lei nº. 1401 para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

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

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº. 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940 e a Lei nº. 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, que criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizarem as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Não obstante todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados pelas empresas através de ofertas públicas de ações tenha ocorrido durante a década de 1980.

Apesar da experiência pioneira para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, representada pelo Decreto-Lei nº. 1.401/76, o processo de internacionalização do mercado chega ao país no final da década de 1980, sendo seu marco inicial a edição da Resolução do CMN nº. 1.289/87 e seus anexos.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR'-s - American Depositary Reciepts com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC - Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa".

A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de



investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de revitalizar o mercado brasileiro de capitais, aperfeiçoando a sua regulamentação, e assegurando maior proteção ao investidor e a melhoria das práticas de governança das empresas brasileiras. Destacam-se entre elas a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

### 3 A REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A Lei 6.404/76 passou por uma reforma significativa em 2001, empreendida pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 1976. As alterações ocorridas tocam em alguns temas fundamentais do direito societário, em especial no que diz respeito às companhias abertas. Dentre os mais importantes, citamos os seguintes:

Nova proporção entre ações ordinárias e preferenciais (art. 15, §2º);

Alteração no regime de preferências e vantagens atribuídas às ações preferenciais (art. 17);

Reforço da disciplina relativa aos acordos de acionistas (art. 118, §§ 6º a 11);

Retorno do direito dos titulares de ações ordinárias à oferta pública obrigatória quando da alienação de controle (tag along), ao preço de 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle (art. 254-A);

Necessidade de realização de oferta pública obrigatória para fechamento de capital de companhia aberta (art. 4º, §§ 4º e 5º e art. 4-A);

Direito de certas minorias acionárias detentoras de determinado percentual de participação elegerem, por votação em separado, representantes no Conselho de Administração e Fiscal (art. 141, §§ 4º a 8º e art. 161, §4º).

Um dos principais objetivos da reforma da lei foi o fortalecimento dos direitos das minorias acionárias. É interessante observar que a maior parte das empresas que vieram a mercado a partir de 2004, ano que marcou a retomada das emissões de valores mobiliários, não se limitou às novas disposições trazidas pela reforma. Com efeito, grande parte dessas empresas terminou por consagrar em seus estatutos, voluntariamente, dispositivos ainda mais benéficos, sob o ponto de vista dos acionistas minoritários, do que aqueles introduzidos pela reforma de 2001.

Assim, por exemplo, a quase totalidade das novas companhias tem seu capital composto exclusivamente por ações ordinárias e, quando existem ações preferenciais, estas freqüentemente dispõem de vantagens financeiras superiores às exigidas pela legislação, além do direito de voto em certas operações fundamentais, como é o caso das reestruturações societárias. Da mesma forma, é cada vez mais comum que os estatutos aumentem para 100% o direito ao tag along conferido aos acionistas ordinários e, em alguns casos, também aos preferencialistas.

## 4 ORIGEM DAS BOLSAS DE VALORES

Determinar precisamente quando e onde a primeira bolsa de valores do mundo apareceu, é uma tarefa praticamente impossível. Sabe-se que primeiramente as trocas começaram com mercadorias e, depois, com moedas. A negociação com títulos, que é a essência e a matéria prima, e sem a qual as bolsas não existiriam, começou na cidade de Anvers, na Bélgica, segundo estudiosos e pesquisadores. E no mesmo local eram negociados os títulos, que eram públicos, juntamente com mercadorias, moedas e metais.

No século XVIII houve uma maior expansão das sociedades constituídas por ações, e aí o mercado foi separado, com as bolsas assumindo a função de negociar somente títulos representativos, principalmente ações.

A origem do termo Bolsa, para designar o ambiente no qual pessoas se encontram para comprar e vender títulos, teve origem na cidade de Bruges, na Bélgica. Os comerciantes se reuniam em frente à casa de um barão chamado Van der Burse, cujo escudo era composto por 3 bolsas.

A Revolução Industrial trouxe a necessidade de grandes volumes de recursos para investimentos, e obrigou os empresários a irem buscar esses recursos no mercado, por meio das bolsas, junto ao público. E para isso o meio mais apropriado era a emissão e a negociação das ações, que é a menor fração representativa do capital de uma empresa.

O tempo passou e as bolsas acompanharam a evolução, e vem se aperfeiçoando até os dias de hoje, em todos os aspectos, para atender as constantes exigências do mercado de capitais. Sistemas computadorizados de última geração, interligados em redes mundiais, apresentam em tempo real o comportamento das Bolsas de Valores de qualquer lugar do mundo.

Informações como cotações do preço de uma determinada ação, ações mais negociadas, ações com maior alta ou queda, volume total de negócios de uma Bolsa, maiores rentabilidades, estão à disposição do investidor de maneira on-line, possibilitando que o mesmo tome decisões como: manter ou mudar determinado investimento.

## 4.1 CONCEITO DE BOLSA DE VALORES

São associações privadas civis, sem finalidade lucrativa. O patrimônio das Bolsas é representado por títulos patrimoniais que pertencem às corretoras. Assim, as Bolsas funcionam como clubes, ou seja, para entrar como membro é necessário adquirir o título patrimonial.

Porém, este conceito está mudando. A Bovespa está abrindo seu capital e promovendo uma reestruturação societária. Segue abaixo, transcrito na íntegra, notícia veiculada no site da Bovespa explicando esta mudança:

BOVESPA torna-se uma S/A e anuncia novo Conselho – (29 de Agosto de 2007)

“Em Assembléia Geral Extraordinária (AGE) realizada no dia 28/08/2007, na sede da Bolsa, em São Paulo , foi aprovada a reestruturação societária da BOVESPA, que deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos para se tornar uma sociedade por ações (S/A).

A medida consolida o processo de desmutualização, que permitirá que o acesso às negociações e demais serviços prestados pela Bolsa seja desvinculado da propriedade de ações. No formato anterior, apenas corretoras proprietárias de títulos patrimoniais podiam negociar em Bolsa.

A reestruturação societária resultou na criação da Bovespa Holding, uma sociedade por ações fechada, que terá como subsidiárias integrais a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), ambas sociedades de capital fechado. A BVSP será responsável pelas operações dos mercados de bolsa e de balcão organizado; a CBLC prestará serviços de liquidação, compensação e custódia.

A AGE aprovou ainda a criação do Instituto Bovespa de Responsabilidade Social e Ambiental, uma associação civil sem fins de lucro, vinculada à Holding, incumbida dos projetos sociais e ambientais da companhia.

A nova estrutura traz consigo mudanças na área de governança corporativa. A Bovespa Holding terá um Conselho de Administração com mandato de dois anos e 9 conselheiros (5 independentes e 4 não independentes). Cabe ao CA indicar os nomes dos diretores do grupo – um Diretor Geral (CEO), um Diretor Financeiro e um Diretor de Assuntos Corporativos.”

Como se pode constatar com a mudança, para se operar no recinto da bolsa de valores, não mais será necessariamente obrigatório, a corretora ser proprietária de título ou ação patrimonial da mesma.

Outra mudança refere-se ao fato de que a bolsa deixará de ser uma instituição sem fins lucrativos, isto é, poderá auferir lucro.

## **4.2 OBJETIVOS DA BOLSA DE VALORES**

Os principais objetivos da Bolsa, como determina a Resolução 39, são:

- Manter ambiente 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 abertos, especialmente organizados e fiscalizados por seus membros e autoridades, e também pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM;
- Organizar o pregão e os sistemas de negociação, além de registro das operações realizadas e sua rápida divulgação;
- Fiscalizar os seus membros e as sociedades emissoras de valores mobiliários, no cumprimento do seu regulamento e demais dispositivos legais.
- Assegurar aos investidores, total garantia pelos títulos e valores nela negociados.

## **4.3 ADMINISTRAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES**

Exatamente como funciona um clube, a Assembléia Geral dos membros (aqui neste caso as corretoras), é o órgão máximo deliberativo. O Conselho de Administração faz a gestão dos negócios, por sua vez, escolhe o Superintendente Geral. O Conselho é constituído por seis representantes e os respectivos suplentes de sociedades corretoras, membros da bolsa, eleitos por três anos; além de um representante das companhias abertas, um representante dos investidores (Pessoas Físicas) e um representante dos investidores institucionais. Compete ao Presidente do Conselho representar ativa e passivamente a bolsa. Chamamos a atenção para o

fato, de que, a administração das bolsas não sofre ingerência do governo, que poderia prejudicar seu funcionamento.

## 5 AS BOLSAS DE VALORES NO BRASIL

Mesmo antes da existência das bolsas, já existiam os corretores, que desempenhavam um importante papel para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Foi em 1845, com a elaboração do Decreto 417, que os corretores tiveram suas atividades disciplinadas, e foi concedido a estes a exclusividade do acesso à negociação de títulos.

A primeira Bolsa de Valores instituída no Brasil foi a do Rio de Janeiro, na época Distrito Federal. Em 1877 foi regulamentado seu pregão. E o Decreto-Lei 2.475 de 13 de março de 1897, regulamentou a bolsa e os corretores.

Em São Paulo, hoje a principal Bolsa de Valores do País e uma das mais importantes do mundo, a bolsa surgiu após a queda da monarquia, em 23 de agosto de 1890, com o nome de Bolsa Livre de Valores, e seguindo o padrão Europeu.

Em 1895, o governo de São Paulo transformou a Bolsa Livre de Valores na Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo. Seus membros eram os Corretores Oficiais de Fundos Públicos, cargos de confiança nomeados pelo Governo do Estado.

Embora as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo já tivessem sido regulamentadas pelo Decreto-Lei 1.344 de 1939, cada governo estadual regulamentou a sua respectivamente, e exerciam interferência na administração das mesmas. Isso só acabou com a Lei 4.595 da Reforma Bancária em 1964, e com a Lei 4.728 do Mercado de Capitais de 1965. Com essas Leis, foram regulamentadas pelo Governo Federal, todas as bolsas do País. No Diário Oficial de 03.11.1966, foi publicada a Resolução 39 do Banco Central do Brasil, que disciplinou a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas.

As Bolsas de Valores foram surgindo nas capitais e cidades mais importantes. Porém, com a concentração do movimento no Rio de Janeiro e São Paulo, mais tarde essas bolsas foram sendo desativadas ou fundidas.

Atualmente, além dessas Cidades, existem bolsas de valores também em Porto Alegre, Minas Gerais, Paraná, Santos, Bahia e Pernambuco. Porém nenhuma delas possui a mesma importância que a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) possui.

## 5.1 BOVESPA – (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO)

Foi em 1890 com a inauguração da Bolsa Livre, efetuada por um grupo de agentes liderado por Emílio Rangel Pestana, que a Bolsa de Valores de São Paulo teve início.

Seu fechamento se deu logo em seguida em 1891, em decorrência da política do Encilhamento, mas em 1895 é fundada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, dando continuidade à evolução do mercado de capitais brasileiro.

Nessa época, as negociações de títulos públicos e de ações de bancos e de empresas eram registradas em enormes quadros negros de pedra, para que todos pudessem acompanhar. Devido a isso, esse período inicial da história da Bolsa ficou conhecido como “Idade da Pedra”.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) é uma entidade auto-reguladora que opera sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Seu quadro social é integrado por sociedades corretoras que podem operar no Sistema Eletrônico de Negociação – Mega Bolsa. É a principal Bolsa de Valores do Brasil e da América Latina, e uma das mais importantes do mundo.

Mega Bolsa é um sistema de negociação que processa ordens de compra ou venda eletronicamente. Esta tecnologia permite que investidores, Corretoras Membros e agências de informação on-line, visualizem todas as ofertas, em tempo real, pela internet ou por redes privadas, atribuindo maior justiça e transparência nas operações da bolsa.

Na BOVESPA, são regularmente negociados:

- Ações de companhias abertas,
- Opções sobre ações,
- Direitos e recibos de subscrição,
- Bônus de subscrição,
- Cotas de fundos de investimento fechados,
- Debêntures e notas promissórias.

A Bovespa possui o Índice Bovespa ou Ibovespa, que é o mais importante indicador do desempenho das cotações do mercado de ações brasileiro. Revisado de quatro em quatro meses, é uma carteira teórica formada pelas ações mais negociadas do mercado, que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:



- Estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representam 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
  - Apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
  - Ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período;
- O índice é calculado com base no preço de fechamento das ações.

O Ibovespa avalia o retorno total da carteira, ou seja, reflete não apenas as variações de preço das ações como também a distribuição de dividendos e demais eventos proporcionados ao acionista.

É o *benchmark* utilizado na análise de retorno da maioria dos fundos de ações.

A Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) não poupou esforços para popularizar o mercado de capitais do Brasil. Entre as principais ações desenvolvidas pode-se destacar o “Folhainvest em Ação”. Criado em 1999, trata-se de um concurso, promovido em conjunto com a Folha de São Paulo, que possibilita ao interessado, simular investimentos baseados em valores reais praticados no mercado acionário, como se estivesse de fato, investindo na Bolsa.

Outro programa desenvolvido pela Bovespa, com o objetivo de popularizar o mercado de capitais brasileiro é o “Bovespa vai até você”. Lançado em 2002, consiste em visitas para realização de palestras às mais variadas empresas e instituições dos mais variados segmentos, como: indústrias, universidades, comércios, associações, etc. Os resultados deste programa são apresentados no anexo A.

As empresas que fazem parte do Novo Mercado (ANEXO 1) são empresas das mais diversas áreas e segmentos e que seguem voluntariamente as obrigações de cada um dos níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado. A principal exigência é a de que o capital social de cada companhia seja composto somente por ações ordinárias, o que garante um maior envolvimento e segurança aos acionistas minoritários.

Tais exigências refletem positivamente a valorização das companhias, uma vez que do ponto de vista técnico, essas companhias, que estão inseridas no Novo Mercado, oferecem mais segurança e credibilidade para os investidores. Suas ações são, na maioria das vezes, as mais negociadas e rentáveis do mercado.

Tais medidas visam fortalecer o mercado de capitais brasileiro. Minimizando a possibilidade de ocorrência de fraudes por parte das empresas, o que poderia fragilizar esse mercado, ocasionando a desconfiança por parte dos investidores, levando a uma fuga inesperada de grandes volumes investidos.

Fraudes como o caso da empresa norte americana Enron, uma gigante do segmento de energia, que em 2001 foi descoberto que, com a conivência da direção e das consultorias e auditorias independentes, fraudava seus balanços para valorizar suas ações no mercado.

Com o objetivo de evitar novas ocorrências de fraudes nos EUA foi aprovada, em 2002, pelo congresso americano, a lei Sarbanes-Oxley também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, a qual prevê severas penalidades e altas multas para os responsáveis pelas fraudes.

Graças às novas normas do Novo Mercado, o mercado de capitais do Brasil, vem se consolidando também em nível mundial, como um mercado sólido e mais confiável, representando uma excelente oportunidade de ganhos para todos os investimentos, sejam eles nacionais ou internacionais. Não deixando de apresentar as especificidades inerentes a todos os mercados de capitais, como as oscilações e a volatilidade do mercado, que pode atingir qualquer bolsa em qualquer lugar do mundo.

## **6 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

A CVM foi criada pela Lei 6385 de 07.12.1976, antes mesmo da Lei 6404 também de dezembro de 1976 que tratava das sociedades anônimas. Porém somente em 1978 veio a assumir suas funções..

A CVM é uma autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda, sob orientação do Conselho Monetário Nacional. Criada nos moldes SEC - Securities & Exchange Commission dos Estado Unidos

### **6.1 ATRIBUIÇÕES**

A Lei que criou a CVM (6385/76) e a Lei das Sociedades por Ações (6404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal.

A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários.

Cabe à CVM, entre outras atribuições, disciplinar as seguintes matérias:

- Registro de companhias abertas;
- Registro de distribuições de valores mobiliários;
- Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores;

O sistema de registro gera, na verdade, um fluxo permanente de informações ao investidor. Essas informações, fornecidas periodicamente por todas as companhias abertas, podem ser financeiras e, portanto, condicionadas a normas de natureza contábil, ou apenas referirem-se a fatos relevantes da vida das empresas. Entende-se como fato relevante, aquele evento que possa influir na decisão do investidor, quanto a negociar com valores emitidos pela companhia.

A CVM não exerce julgamento de valor em relação à qualquer informação divulgada pelas companhias. Zela, entretanto, pela sua regularidade e confiabilidade e, para tanto, normatiza e persegue a sua padronização.

## **6.2 OBJETIVOS**

Conforme regulamentado pela Lei 6385 de 07.12.1976 que a criou, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá as seguintes funções:

- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários;
- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

## 7 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nos últimos anos o tema Governança Corporativa tem sido muito difundido entre as companhias anônimas, pois está diretamente relacionada a empresas que se utilizam de práticas mais transparentes e respeito a todos os seus *stakeholders*, principalmente aos acionistas minoritários. Essas premissas devem ser seguidas tanto pelas empresas que desejam ingressar na bolsa de valores, como pelas que já possuem suas ações negociadas no mercado, pois visa atribuir às suas ações, maior negociabilidade e maior segurança aos seus investidores.

Existem muitas definições de Governança Corporativa apresentadas por especialistas no mercado, praticamente todas usam como conceitos chave “transparência e equidade” para com seus investidores. Uma das definições é a apresentada por Carvalho (2003, p.1), exposta a seguir:

um 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.

Outra definição é a apresentada por Eric Lethbridge, em trabalho de pesquisa realizado para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), na qual descreve a Governança Corporativa, como sendo:

os arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas.

Também a CVM, em seu site, apresenta sua definição para Governança Corporativa:

é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, 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 aos investidores.

Carvalho (2002, p. 19), ainda complementa que o termo Governança Corporativa ou Governança Empresarial pode ser descrito de maneira geral, como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro da empresa. Pode-se dizer também que é como o conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.

O problema de agência ocorre, quando o bem estar de uma parte, denominada principal, depende das decisões tomadas pela outra parte, denominada agente. Como exemplo, pode-se citar administradores (agentes), contratados por empresas que devem tomar decisões em benefício dos acionistas. Porém o que ocorre, no entanto, são situações em que os interesses de ambos são conflitantes, a ponto de os contratados terem um comportamento oportunista, ou seja, tomam decisões visando benefícios próprios, pois muitas vezes, seus salários e benefícios são determinados em função de seus desempenhos individuais.

A análise das práticas de Governança atribui ao investidor, condições de melhor decidir sobre um investimento, pois esta determina o nível e as maneiras de atuação que os investidores podem ter na companhia, permitindo exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois a adoção de boas práticas de Governança Corporativa reflete na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Mais transparência na divulgação das informações como balanços e resultados refletindo a real situação da companhia, e tratamento com mais equidade e respeito aos investidores minoritários, são as premissas básicas da Governança Corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) conceitua Governança Corporativa com a seguinte definição:

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.

## 7.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Tendo sido iniciado sua implantação em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, a Governança Corporativa possui vários Níveis Diferenciados. Estes níveis 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, reduzindo seu custo e aumentando o valor de captação.

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. E em continuidade ao processo do desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas, existe o Novo Mercado, criado pela Bovespa, e composto por companhias que adotam práticas de governança corporativa além do que é exigido por lei.

### 7.1.1 COMPANHIAS 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.

As companhias listadas no nível 1 de governança corporativa são apresentadas no anexo A.

### **7.1.2 COMPANHIAS 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 (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.

As companhias listadas no nível 2 de governança corporativa são apresentadas no anexo B.

### **7.1.3 NOVO MERCADO**

No final dos anos 90 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na Bovespa tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

É nesse cenário que a Bovespa cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis I e II, que, juntos com o Novo Mercado, estabelecem regras que envolvem melhorias na divulgação de informações, nos direitos dos acionistas e na governança das companhias.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuía para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, destacava-se a falta de proteção aos acionistas minoritários.

A percepção, por parte dos investidores, de que corriam riscos que não eram apenas aqueles associados ao negócio da companhia, por não estarem adequadamente protegidos pela regulamentação, fazia com que eles aplicassem pesados descontos sobre os preços das ações, reduzindo o seu valor de mercado. Isso elevava o custo de capital das empresas e gerava um ciclo vicioso, pois também as afastava do mercado.

Entendeu-se que a valorização e a liquidez das ações negociadas no mercado seriam influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos

adicionais concedidos aos acionistas poderiam oferecer e pela qualidade das informações prestadas ao mercado pelas empresas.

Por isso, é esperado que as companhias cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos não ligados ao negócio são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

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.

As companhias listadas no Novo Mercado estão relacionadas no anexo C.

## **7.2 IGC – CONCEITO E METODOLOGIA DE CÁLCULO**

O IGC - tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

- **Ações Elegíveis para o Índice**

Elegem-se à inclusão na carteira teórica do índice todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA.

- **CrITÉrios para Inclusão na Carteira**

São incluídas na carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

**Ações de novas empresas:**

Serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

**Ações de empresas já negociadas na BOVESPA:**

Serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

Os negócios diretos não são considerados para efeito do cômputo da liquidez.

- **CrITÉrio de Ponderação**

As ações constituintes da carteira do índice serão ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator será igual a 2 para os papéis do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1.

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste).

O divisor do índice será alterado sempre que necessário para acomodar inclusões ou exclusões e nas reavaliações das carteiras, ou ainda quando de eventuais ajustes decorrentes de proventos/eventos dados pelas empresas.

O peso específico de cada ação no índice poderá alterar-se ao longo da vigência da carteira, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa emissora.

Quando da distribuição de proventos por empresas emissoras de ações pertencentes ao índice, efetuar-se-ão os ajustes necessários de modo a assegurar que o índice reflita não somente as variações das cotações da ação, como também o impacto da distribuição dos proventos. Em função desta metodologia, o IGC é considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira.

- Cálculo do Índice

A BOVESPA calculará o IGC em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira.

- Suspensão de Negociação

No caso de suspensão de uma ação componente, o índice utilizará o preço do último negócio registrado em Bolsa até a normalização das negociações com o papel. Não havendo liberação para negociação por 50 dias, a contar da data da

suspensão, ou em caso de ausência de perspectivas de reabertura dos negócios, ou em caso de reavaliação periódica da carteira, a ação será excluída da carteira. Nesta eventualidade, efetuar-se-ão os ajustes necessários no índice.

- Fórmula de Cálculo e Procedimentos

O IGC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}}$$

onde:

IGC(t) = valor do índice no dia t

IGC(t-1) = valor do índice no dia t-1

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice

Q<sub>i,t-1</sub> = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento.

P<sub>i,t</sub> = preço da ação i no fechamento do dia t

P<sub>i,t-1</sub> = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

### 7.3 BOVESPA MAIS

Visando fortalecer ainda mais o mercado de capitais brasileiro, a Bovespa criou no segundo semestre de 2005, o segmento Bovespa Mais, que possui critérios semelhantes aos exigidos pelo Novo Mercado, e que, vem contribuir com um mercado de capitais mais diversificado, sólido e atraente para se investir. Destinado principalmente a empresas de menor porte que queira acessar o mercado acionário gradualmente. Difere do Novo Mercado e de outros segmentos de listagem, por

possuir menores custos e regras mais flexíveis. É uma oportunidade para as pequenas e médias empresas financiarem seu crescimento através do mercado de ações.

O BOVESPA MAIS (Mercado de Ações para o Ingresso de S.A.s) é um segmento do mercado de balcão organizado administrado pela BOVESPA, no qual apenas podem ser listadas companhias abertas com registro na CVM.

Seu propósito é acolher companhias que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição a esse mercado e apoiando sua evolução em termos de transparência, de ampliação da base de acionistas e de liquidez.

Em contrapartida, para participar deste novo segmento, as companhias deverão trabalhar permanentemente para construir um mercado forte e dinâmico para seus papéis, demonstrando a intenção de alcançar patamares superiores de exposição no mercado de capitais.

E o mais importante: essas empresas assumirão o compromisso de garantir mais direitos e informações aos investidores, aderindo a práticas avançadas de Governança Corporativa, com regras similares às do Novo Mercado. Tudo isso, para obter um crescimento sustentado e que ofereça o máximo de segurança para o investidor.

Os segmentos de listagem foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As principais diferenças entre os vários segmentos de listagem são apresentados no anexo D.



## **8 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO**

O sistema de Governança Corporativa adotado pelas empresas depende muito do ambiente institucional no qual está inserida. O Estado, através da definição do sistema financeiro e legal, molda a formação do mercado de capitais local e o grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas.

Desta forma, os países apresentam significativas diferenças entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas. A maior parte das economias de mercado avançadas tem resolvido seu problema de governança corporativa de uma forma no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos. Entretanto, conforme acontecimentos negativos com relação a governança no mercado acionário norte-americano em 2002, isto não significa que as economias desenvolvidas resolveram o problema da governança corporativa de forma ótima.

Existem diferenças acentuadas entre os melhores sistemas de governança corporativa do mundo, como o anglo-saxão, o alemão e o japonês, mas as diferenças entre eles são provavelmente menores do que as diferenças com relação aos outros países menos desenvolvidos.

### **8.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS**

A pulverização do controle acionário é uma característica das grandes empresas americanas. É difícil encontrar um acionista com mais de 10 por cento das ações de uma empresa listada entre as 500 maiores do país. Como resultado, os acionistas possuem pouco incentivos ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação na qual os executivos são fortes e os proprietários são fracos.

Neste contexto, o movimento em torno da governança corporativa surgiu nos EUA, em meados da década de oitenta, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os Conselhos de Administração. Esta resposta foi dada

em grande parte pela atuação dos investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo do termo governança corporativa no país.

O ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de boa parte das empresas americanas durante a década de noventa, ocasionando, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o aumento dos casos de demissão de diretores executivos por causa de mau desempenho. Atualmente quase todas as empresas americanas possuem maioria de membros externos no conselho. Nesta época os acionistas conquistaram alguns direitos, entre eles os principais foram a independência dos Conselhos e o voto secreto. Também criaram mecanismos para avaliar a competência e performance do Conselho, avaliação do desempenho na criação de valor e análise de desempenho das práticas de Governança Corporativa.

As instituições elaboraram códigos de governança corporativa que deveriam ser seguidos pelas empresas, condicionando a compra de ações ao cumprimento das diretrizes constantes dos códigos.

Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, as próprias empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa.

## **8.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO**

Assim como nos Estados Unidos, a pulverização do controle acionário também é uma característica da grande maioria das companhias abertas do Reino Unido, caracterizando ambos os países dentro do chamado modelo anglo-saxão de governança corporativa. Uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro no final dos anos oitenta levou o governo do Partido Conservador a deixar claro que medidas legislativas iriam ser tomadas caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos.

Como consequência, a bolsa de valores de Londres (London Stock Exchange), apoiada por outros organismos, formou um comitê destinado a revisar os aspectos de governança corporativa relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios

financeiros. Este grupo de trabalho, denominado Comitê Cadbury, publicou em dezembro de 1992 um relatório que constituiu o marco inicial do movimento da informação, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

A crescente pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras sobre algumas questões importantes não abordadas no Comitê Cadbury, principalmente relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros, levou a formação de um grupo de trabalho denominado Comitê Greenbury em 1995, cujo relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de governança ligadas à remuneração dos administradores.

Em novembro de 1995, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa. Este grupo, denominado Comitê Hampel, tinha como objetivo revisar o relatório do Comitê Cadbury e aproveitar os principais pontos do Comitê Greenbury. Além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros, analisados nos comitês anteriores, o Comitê Hampel também discutiu a principal responsabilidade do Conselho de Administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Desta forma, o Comitê Hampel definiu governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório do Comitê Hampel foi publicado em janeiro de 1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com título de *Combined Code* em julho de 1998. Este código de governança corporativa foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias.

### **8.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA**

O sistema de governança corporativa alemão possui três características distintas:

1. O modelo de equilíbrio dos interesses dos stakeholders (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas;

2. O papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
3. A gestão coletiva das empresas.

A busca pelo equilíbrio dos interesses dos stakeholders (empregados, credores, fornecedores, etc.) como objetivo das empresas é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo estado. Atualmente, a lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (Conselho Supervisor), sendo que companhias com mais de 2000 empregados devem ter metade dos membros do Conselho Supervisor composto por representantes dos empregados. Estudiosos afirmam que este modelo de equilíbrio dos interesses foi reforçado por acontecimentos traumáticos ocorridos no século 20, como as duas guerras mundiais, hiperinflação, reformas monetárias e reintegração com a Alemanha Oriental, que fizeram com que o consenso e a colaboração se tornassem importantes valores sociais.

Outra característica do sistema de governança corporativa alemão é o subdesenvolvimento do mercado de ações, quando comparado com outras economias avançadas. Pois, a bolsa alemã (Deutsche Börse) é pequena sob todos os aspectos, com uma capitalização de mercado equivalente a metade da bolsa de Londres. Em contrapartida a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas. Este desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações data do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazos, o capital de risco e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

Uma terceira característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas, na qual o Conselho de Gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Este presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, não possuindo o papel de principal tomador de decisões, como no caso do diretor executivo no Brasil ou do Chief Executive Officer americano. Esta característica tem raízes históricas, advindas dos diversos problemas que a sociedade alemã enfrentou no século XX devido à líderes com poder excessivo.

Durante os anos noventa, as forças de mercado oriundas da globalização forçaram cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais

de governança corporativa. Como exemplo dessas forças de mercado, está o acesso das empresas alemãs às bolsas de Nova Iorque (New York Stock Exchange) e de Londres (London Stock Exchange), que exigem que elas adotem certas regras de transparência e divulgação de informações. O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (Neuer Market) da bolsa alemã de Frankfurt, que vem alcançando seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas. Atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontece no Neuer Market, que possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Esta iniciativa tende a fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturam dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

#### **8.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO**

Como decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos stakeholders e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários.

Uma consequência da política de emprego vitalício é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto, a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício. Outra característica marcante do sistema corporativo japonês são os keiretsu, conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles. Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, o reduzido custo dos recursos acaba sendo um motivo adicional para diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas utilizam o conceito de um único Conselho de Administração. O conselho típico das grandes empresas japonesas é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Desta forma, conselhos grandes, com cerca de 50 membros,

são comuns nas grandes companhias japonesas. Quase sempre o homem forte do conselho é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês, com número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (Japanese Federation of Economic Organizations) publicou em 1997 um relatório denominado "Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa" (Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance). Este relatório reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade do país no século XXI. O relatório sugere às empresas japonesas a adoção de suas próprias diretrizes de governança e a busca por um melhor funcionamento do Conselho de Administração. Além disso, recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado.

Em 1998, foi a vez do Fórum de Governança Corporativa do Japão (Corporate Governance Forum of Japan) estabelecer um comitê de governança corporativa que elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa (Corporate Governance Principles - A Japanese View). Este relatório, apesar de ter como base o Combined Code britânico, elaborou diretrizes mais modestas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia e a recomendação para diminuição do tamanho dos atuais conselhos de Administração, com 50 a 60 conselheiros.

Segundo o relatório, o documento deve evoluir para um código de governança a ser seguido pelas empresas japonesas. Algumas empresas, como a Sony, já se anteciparam, reduzindo seu Conselho de Administração de 50 para 10 membros, se tornando um exemplo que pode ser seguido por outras corporações.

## 8.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA FRANÇA

A França é um país muito peculiar na estrutura de governança das suas empresas, apresentando basicamente dois sistemas de governança corporativa, os Sistemas I e II. O Sistema I é o mais comum, sendo caracterizado por um único Conselho de Administração e pela presença de um líder da organização que combina os cargos de presidente do conselho e diretor executivo, denominado *Président Directeur Générale* (PDG). Neste sistema, há uma concentração de poder, pois o papel do PDG é descrito por lei e os cargos de diretor executivo e presidente do conselho não podem ser separados. O Sistema II foi uma alternativa criada pelo poder público nos anos sessenta, inspirado pelo modelo alemão. Neste sistema, utilizado apenas por um pequeno percentual das empresas, existem dois conselhos, o Conselho de Administração (*Conseil de Surveillance*) e o Conselho de Gestão (*le Directoire*).

A presença do Estado através do controle direto das empresas tem sido outra característica marcante do sistema de governança francês. Esta característica data desde o início da industrialização francesa, principalmente nos serviços de utilidade pública, como eletricidade e ferrovias. Entretanto, a forte onda de privatizações ocorrida nos anos noventa fez com que a presença do Estado nas empresas tenha se tornado cada vez menor.

De maneira geral, as características do sistema francês, de poder centralizado na figura do PDG e forte presença estatal, fazem com que a governança corporativa do país ainda não se enquadre nos padrões de transparência, responsabilidade e preocupação com todos os acionistas exigidos pela maioria dos códigos de governança. Entretanto, a tendência é que as empresas francesas rapidamente adotem melhores práticas de governança corporativa, pois, por ser um país com pequena presença de fundos de pensão domésticos e baixo investimento per capita no mercado acionário, seu mercado de capitais é muito dependente de investidores institucionais estrangeiros, que exigem um aprimoramento das práticas de governança corporativa.

Com o objetivo de aproximar a governança corporativa francesa aos padrões exigidos pelos fundos de pensão internacionais (para recebimento de investimentos) e pelas bolsas de valores americanas e inglesas (para listagem), foi elaborado em 1995 um relatório denominado *Relatório Vienot*, em homenagem ao líder da

comissão e PDG do Banco Societé Generale, Marc Vienot. Este relatório foi aprimorado em 1999, com o lançamento de um segundo relatório com o mesmo nome. Os relatórios Vienot são considerados os marcos iniciais no debate sobre governança corporativa na França. Estes relatórios abordam questões delicadas, como a proposta para separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria, acabando com a figura do PDG. Além disso, fazem recomendações semelhantes a outros códigos das melhores práticas de governança corporativa, como a constituição de comitês no Conselho de Administração, a presença de um mínimo de conselheiros independentes e a divulgação do montante e forma de remuneração da diretoria executiva e Conselho de Administração.



## 9 COMPARAÇÃO ENTRE OS SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A comparação entre os sistemas de governança corporativa dos países geralmente os diferencia a partir dos tipos de instituições que atuam como principais financiadores das empresas.

Esta forma de comparação tem sido usada para a avaliação dos regimes de governança corporativa e para a formulação de propostas políticas para sua melhoria.

Nos anos oitenta, quando a economia japonesa ia bem, a governança centrada em bancos era considerada superior porque, os bancos não teriam uma visão tão imediatista, permitindo às empresas focarem em decisões de investimento de longo prazo.

Nos anos noventa, quando a economia japonesa entrou em dificuldade, o pêndulo se moveu para o outro lado. Longe serem promotores de investimentos racionais, os bancos japoneses exigiam restrições orçamentárias muito pequenas para as empresas, emprestando demais para as que estavam em declínio e que deveriam passar por uma reestruturação total. Os bancos japoneses, ao invés de facilitar a governança, faziam conluíus com gestores para deter ameaças externas ao seu controle.

Alguns estudiosos, entretanto, consideram infrutífera a comparação dos sistemas de governança entre centrados nos bancos ou no mercado, isto é, entre centrados nos mercados de crédito ou de ações, propondo classificá-los a partir dos diferentes níveis de proteção legal aos investidores.

Outros estudiosos, afirmam que alguns países possuem ambos os mercados de crédito e de ações fortes ou fracos, sendo inconsistente classificá-los meramente como centrados em bancos ou no mercado. Os autores afirmam que a diferença entre os sistemas de governança dos países é mais bem explicada pelas diferenças entre os direitos dos investidores, isto é, pela eficácia da proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos.

Tendo em vista diferentes sistemas de governança presentes no mundo, torna-se necessário analisar esses diferentes sistemas, em termos de sua eficácia na atração de recursos dos investidores para as empresas, bem como, a atração de capital apesar dos esperados custos de agência. E também analisar como empresas

conseguem captar recursos sem dar em troca qualquer poder aos investidores, devido apenas à sua reputação no mercado de capitais ou ao otimismo excessivo dos investidores. Esta situação, entretanto, ocorre com poucas empresas e de forma esporádica, de acordo com os ciclos no mercado financeiro. Na maioria das vezes, as empresas têm que conceder poder aos investidores em troca de recursos. Uma das formas de concessão de poder aos investidores é através de uma efetiva proteção legal contra expropriação dos gestores e acionistas controladores. Quando da ausência da proteção legal, o mecanismo alternativo é a concentração da propriedade em grandes investidores, que possuem incentivos (por terem muitos recursos alocados) e direitos de controle suficientes para diminuir o problema de agência gerencial. Desta forma, uma combinação de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade são elementos essenciais e complementares de um bom sistema de governança corporativa e a chave para uma comparação entre os sistemas de governança.

Os sistemas de governança corporativa mais desenvolvidos, dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão, possuem uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração da propriedade. Os EUA e o Reino Unido possuem um sistema legal que garante maior proteção relativa aos acionistas do que aos credores, fomentando o mercado de capitais.

Grandes investidores são menos freqüentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição. Na Alemanha, os credores possuem mais direitos do que nos EUA, porém os direitos dos acionistas são mais fracos. A Alemanha, portanto, possui um sistema de governança caracterizado pelos grandes investidores (grandes acionistas e bancos), mas com baixa participação de pequenos acionistas no mercado. O Japão se situa entre os EUA e a Alemanha no grau de proteção de acionistas e credores e, como resultado, possui tanto grandes investidores de longo prazo (apesar de não tão fortes quanto na Alemanha) quanto um mercado de pequenos investidores desenvolvido. Em suma, todos esses sistemas de governança corporativa possuem méritos e, mais importante do que compará-los a fim de obter uma classificação qualitativa, deve-se ressaltar que todos possuem diferentes combinações de proteção legal aos investidores e uma certa concentração da propriedade.

Na maior parte do resto do mundo, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela

fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei. Como consequência, as empresas continuam controladas pelas famílias e, mesmo em países ricos como Itália, têm dificuldade em levantar recursos externos, financiando a maior parte do seu investimento internamente. E também é difícil de se conseguir financiamento via bancos na Itália.

A maioria dos sistemas de governança corporativa do mundo, incluindo o do Brasil, parece ser mais parecido com a Itália do que com EUA, Alemanha e Japão.

Como resultado da falta de proteção legal aos investidores, o financiamento no Brasil é em sua maioria interno ou por meio de bancos estatais e existe uma grande concentração da propriedade.

Conforme exposto, as instituições econômicas e legais dos países afetam de maneira decisiva o sistema de governança corporativa adotado pelas empresas. Estas instituições podem ser alteradas através do processo político, tornando mais ou menos eficiente o sistema de governança corporativa de um determinado país.

Portanto, o Estado pode atuar de forma decisiva no aprimoramento da estrutura de governança corporativa das empresas, alterando o ambiente institucional pelo aumento da proteção legal aos investidores e pelo fomento do desenvolvimento do mercado de capitais.

## 10 SOX – SARBANES-OXLEY

Lei aprovada em 2002 pelo governo americano e investidores para acabar com as fraudes contábeis e restabelecer a confiabilidade no mercado de capitais, após os escândalos ocorridos no final de 2001 envolvendo grandes empresas americanas. Na época, essas companhias foram responsáveis por grandes prejuízos aos investidores americanos. A Lei foi criada pelos senadores americanos Michael Oxley e Paul Sarbanes.

Contém 11 títulos, ou seções e foca principalmente a responsabilidade penal da diretoria. O objetivo é restabelecer e aumentar a confiança do investidor e a sustentabilidade das organizações.

As seções 302 e 404 são as mais comentadas. A 302 trata sobre a responsabilidade pessoal dos diretores executivos e diretores financeiros. Já a 404 determina avaliação anual dos controles e procedimentos internos para fins de emissão do relatório financeiro. É, portanto, a que mais impacta a área de TI.

A SOX também é conhecida como a Lei da Responsabilidade Fiscal, pois introduz regras bastante rígidas para proteger os investidores. Entre seus objetivos está o fortalecimento do sistema de controles internos das empresas, no que diz respeito ao processo de elaboração das demonstrações financeiras, para que essas demonstrações tenham total qualidade e para que todos os fatos de interesse dos investidores sejam levados em consideração e trazidos a público.

Segundo a seção 302, em caso de violação, os diretores, auditores e consultores dessas empresas estarão sujeitos a pena dessa Lei, que vão de 10 a 20 anos de prisão e multa de até 5 milhões de dólares.

A Sarbanes-Oxley abrange todas as empresas registradas na Securities Exchange Commission (SEC), que fiscaliza o mercado de capitais americano, órgão semelhante à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil. A totalidade das organizações que negociam suas ações no mercado de capitais americano por intermédio da Bolsa de Ações de Nova York, a NYSE (New York Stock Exchange) precisa cumprir essa lei.

## 10.1 PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES DA SOX

A SOX, como foi comentada, implica na adoção de várias exigências por parte das empresas que negociam suas ações Bolsa de Ações de Nova York, a NYSE (New York Stock Exchange). Abaixo as principais disposições desta Lei:

- Estabelece que o conselho de administração das empresas crie um comitê de auditoria, composto por membros do conselho, sendo que um deles deve ser um especialista em contabilidade e auditoria.
- Dispõe que o comitê de auditoria assegure que os auditores externos realizem seu trabalho de forma independente, sem a influência da administração da empresa.
- Estabelece que é responsabilidade da administração a implantação e manutenção da estrutura e dos procedimentos de controles internos adequados para o processo de elaboração das demonstrações financeiras e contábeis e à divulgação de dados ao mercado.
- Dispõe que esse sistema de controles internos para o processo de elaboração das demonstrações financeiras e contábeis seja revisado e testado continuamente pela administração da empresa, que deve incluir nos demonstrativos do balanço um relatório específico de sua avaliação. Esse relatório precisa passar pelo auditor externo.
- A lei exige que, para atestar o relatório da administração, o auditor externo faça auditoria em todos os procedimentos adotados pela empresa para a avaliação dos controles internos relacionados com o processo de elaboração das demonstrações financeiras e contábeis divulgadas.
- Exige ainda que, adicionalmente à auditoria tradicional das demonstrações financeiras, o auditor externo audite, em paralelo e integradamente, os controles internos da empresa

## 10.2 CONTROLES INTERNOS ESTABELECIDOS NA LEI

Segundo a lei, controles internos é um processo desenhado por ou sob a supervisão do(s) principal(is) executivo(s) financeiro(s) da empresa, colocado em prática pelo conselho de administração, diretoria e outros, com o intuito de garantir a confiabilidade do processo de elaboração das demonstrações financeiras para fins externos de acordo com princípios contábeis geralmente aceitos. Os controles internos devem incluir políticas e procedimentos que:

- Assegurem diretamente a manutenção de registros que refletem de forma precisa e justa, detalhadamente, as transações e demonstrações dos ativos da empresa.
- Garantam que as transações sejam registradas, de modo a permitir a elaboração das demonstrações financeiras de acordo com princípios de contabilidade geralmente aceitos e que os recebimentos e pagamentos sejam feitos apenas com autorização da administração da empresa.
- Garantam que sejam evitadas ou detectadas a tempo, operações não autorizadas de aquisição, uso ou disposição de ativos da empresa que possam ter um efeito material nas demonstrações financeiras.

A Lei SOX apresenta dois blocos de controles conceituados na lei, a saber:

- ICFR - Internal Controls Over Financial Reporting (controles internos para o processo de elaboração das demonstrações financeiras e contábeis) - Controles destinados a garantir o registro correto das operações e valores nas demonstrações financeiras e contábeis.
- DCP - Disclosure Controls and Procedures (controles e procedimentos para divulgação das informações) - Controles destinados a garantir que todas as informações cheguem tempestivamente nos níveis gerenciais e superiores da organização, para decisão quanto à sua divulgação ao mercado. São esses controles que garantem que todo dado que precisa ser divulgado seja registrado, processado, sumarizado e reportado a tempo. Referem-se aos procedimentos de coleta, análise e divulgação da informação.

### **10.3 PRINCIPAIS SEÇÕES QUE COMPÕEM A LEI**

A SOX é composta por várias seções, destacando-se entre elas, as que tratam dos controles internos e da responsabilidade dos gestores. As seções mais importantes, resumidamente, são as seguintes:

#### **Seção 301**

- O Comitê de auditoria deve estabelecer procedimentos para denúncias anônimas por empregados do emissor.

#### **Seção 302**

- Sobre Controles Internos e requer trimestralmente certificação do CEO / CFO de todas as empresas públicas americanas no arquivamento de relatórios periódicos sob a seção 13 (a) ou 15 (d) com respeito à "Securities Exchange Act of 1934" relativo ao seu preenchimento e acuracidade de tais relatórios bem como a natureza e eficácia dos controles internos que suportam a qualidade da informação incluída nos mesmos.

#### **Seção 404**

- Requer uma afirmação da eficácia da estrutura e procedimentos dos Controles Internos para os relatórios financeiros e um relatório emitido pelos Auditores externos atestando a acuracidade da afirmação do gerenciamento.

#### **Seção 409**

- Requer informações atualizadas e rápidas com respeito nas condições ou operações financeiras, para informar investidores e interessados.

#### **Seção 806**

- Penalidades criminais pela alteração de documentos.

#### **Seção 906**

- Responsabilidade corporativa pelos relatórios financeiros.

## 11 ANÁLISE DE DADOS

Conforme definição da Bovespa, o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

Para a constituição desta carteira teórica, elegem-se todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA.

Na carteira do índice são incluídas todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

- Ações de novas empresas:

Serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

- Ações de empresas já negociadas na BOVESPA:

Serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

A empresa tendo, uma vez aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito baixa.

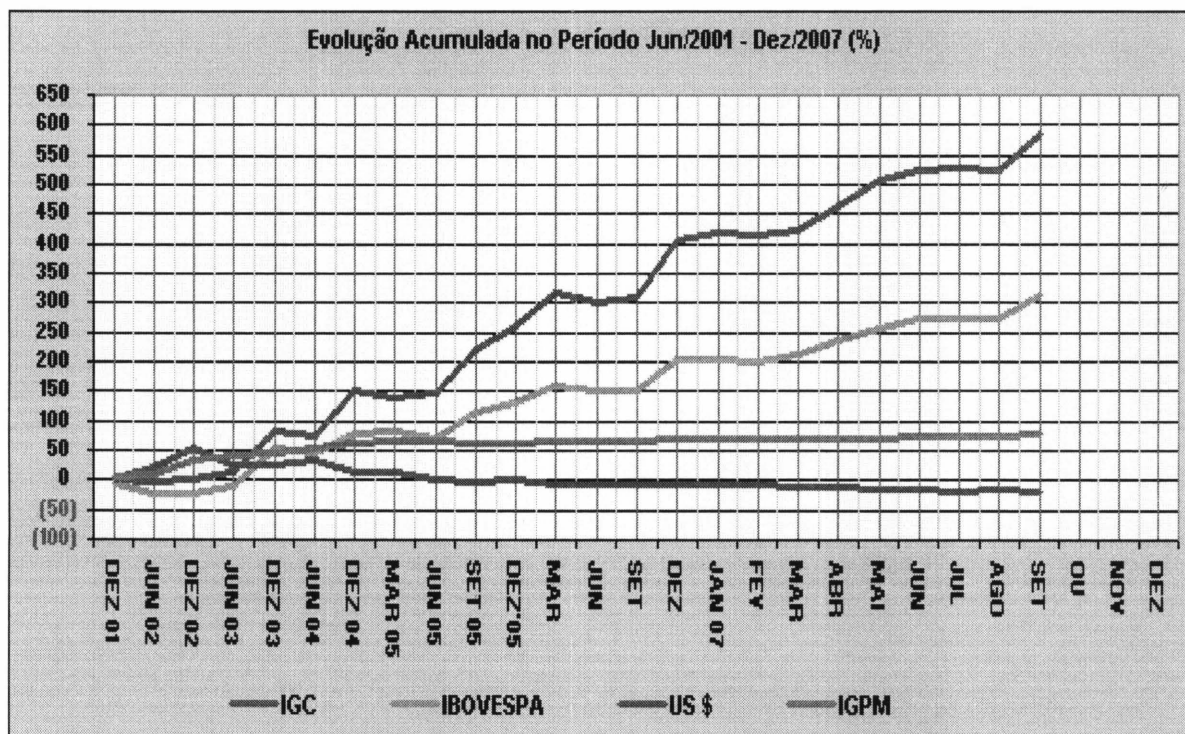
O índice IGC começou a ser apurado em dezembro de 2001, e como pode ser verificada no gráfico, sua evolução acumulada apresenta rentabilidade bem superior aos demais índices do mercado, utilizados como *benchmark*.

No gráfico desenvolvido, estão sendo apresentados os principais índices utilizados do mercado brasileiro, para análise de investimentos. Entre eles está o índice cambial (US\$); um dos índices utilizados para medir a inflação (IGPM); bem como o índice IGC que é tema deste trabalho e o índice IBOVESPA.

Estes dois últimos constituem a base das análises traçadas sobre o gráfico dos índices.



## GRÁFICO COMPARATIVO DE ÍNDICES



Fonte: Acionista

Como se pode verificar no gráfico, já no início da medição do índice IGC, este apresenta uma valorização levemente superior ao IBOVESPA até aproximadamente junho de 2004. Quando a partir daí esta diferença tem um aumento significativo e crescente, chegando a apresentar uma vantagem próxima de 100% para o IGC em março de 2006, quando o IGC apresentou uma valorização nominal de 300% e o IBOVESPA chegou a 150% aproximadamente. Diferença esta que tem se mantido, na análise anual até janeiro de 2007, e nos meses seguintes, com pequenas variações.

A análise destes índices indica que, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa tem contribuído, e muito, para a valorização das ações destas empresas, o que faz com que mais investidores se interessem por seus papéis. Isso tem despertado o interesse das empresas, em aderirem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Pois, quando se traça uma análise na variação do número de empresas do segmento, que em janeiro de 2007 era de 92, e dezembro de 2007 era de 153, verifica-se que houve uma evolução de 66,30% no número de empresas listadas neste segmento.

A tabela abaixo demonstra os índices de fechamentos anuais nominais. São apresentadas as variações dos índices anuais em Real (R\$) e em Dólar (US\$), desde o início da implantação do IGC, e para o ano de 2007 o acumulado até setembro.

**Variação anual (R\$ / US\$)**

Ano	Índice de fechamento Nominal	Variação Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Variação Anual em US\$
2001	1.010,98	1,09	435,69	0,2
2002	1.026,90	1,57	290,63	-33,29
2003	1.845,41	79,7	638,73	119,77
2004	2.545,00	37,9	958,83	50,12
2005	3.658,81	43,76	1.563,13	63,02
2006	5.169,65	41,29	2.417,98	54,69
2007	6.969,99	34,82	3.790,30	56,75

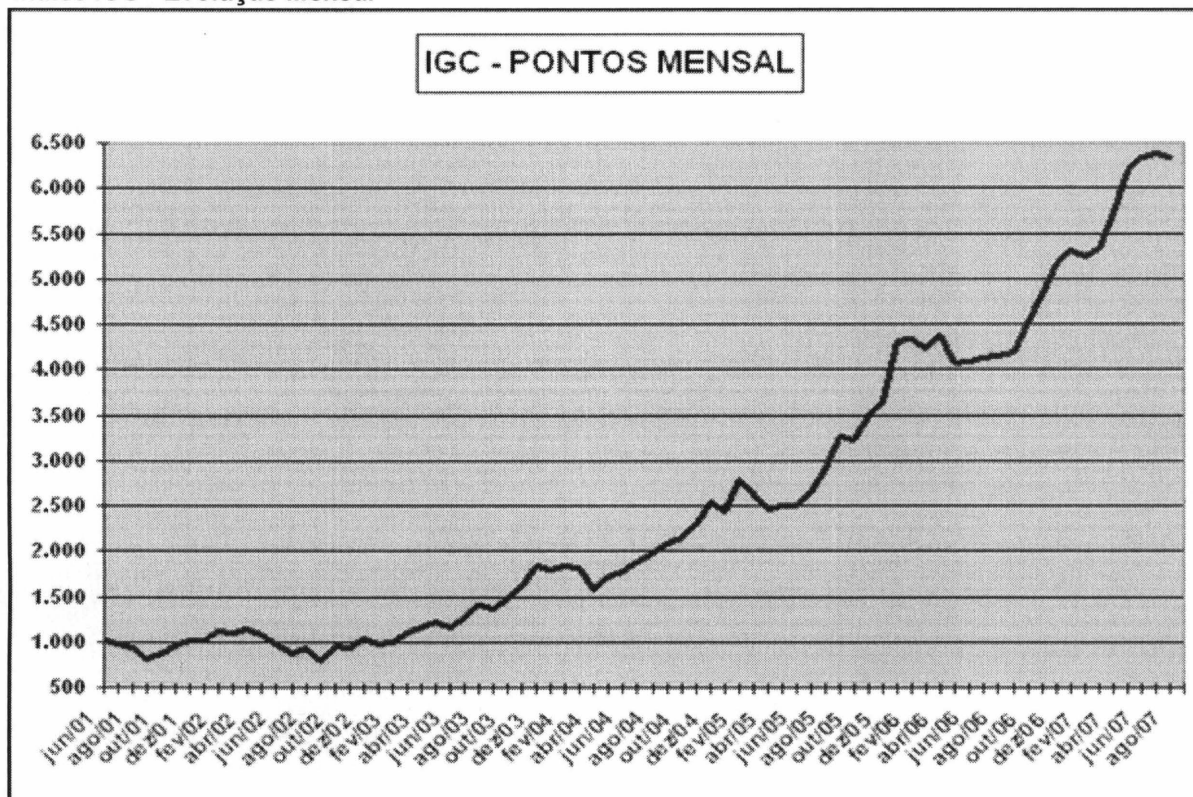
Fonte: Bovespa

É possível verificar que as maiores variações foram em 2005 para o índice em Real (R\$), apresentando uma elevação de 43,76%, e 2003 para o Dólar (US\$) com uma elevação de 119,77%. A média anual para o período de 2001 à 2007 fica em aproximadamente 34% para o índice em Real, e 44% para o índice em Dólar.

As menores variações foram nos anos de 2001 e 2002, que apresentaram variação de 1,09% e 1,57% respectivamente, porém neste mesmo período, o Ibovespa apresentou uma variação de -11,02% e -17,00, no índice de fechamento nominal.

A seguir, a tabela abaixo apresenta a evolução mensal do índice IGC, até o mês de agosto de 2007.

## Índice IGC - Evolução Mensal



Fonte: Bovespa

## CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL

A capitalização Bursátil calcula o valor presente, da somatória do valor de todas as ações das companhias que compõem o índice. Ou seja, é o valor de mercado das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica dos índices.

Esse valor é apurado pelo resultado da multiplicação da quantidade de cada tipo/classe de ação de emissão da empresa pela sua respectiva cotação de mercado.

O quadro abaixo apresenta a evolução mês a mês, desta capitalização, desde o início de sua apuração.

### Capitalização Bursátil

Mês/Ano	Nº Cias	Valor de Mercado	
		R\$	US\$
jun/01	12	68.687.822.336,68	29.800.781.958,73
jul/01	12	67.542.589.219,38	27.780.442.240,52
ago/01	12	64.204.974.855,34	25.161.647.080,51

set/01	14	61.036.986.282,92	22.849.169.424,22
out/01	17	67.645.293.855,57	24.988.103.082,84
nov/01	18	74.009.957.392,81	29.267.986.472,21
dez/01	17	72.937.669.786,77	31.433.231.247,37
jan/02	18	72.046.754.877,98	29.792.314.798,71
fev/02	19	80.641.865.017,14	34.341.991.745,50
mar/02	19	78.180.929.615,28	33.646.466.523,89
abr/02	21	88.267.337.297,58	37.361.835.892,93
mai/02	23	96.235.376.267,72	38.158.356.965,76
jun/02	24	88.150.277.177,89	30.990.816.051,85
jul/02	24	77.372.454.840,88	22.567.436.150,20
ago/02	24	84.006.612.337,00	27.795.590.224,95
set/02	26	75.646.548.302,93	19.421.948.779,93
out/02	26	87.300.319.543,90	23.950.704.950,31
nov/02	26	85.896.517.116,62	23.620.656.432,49
dez/02	28	93.194.624.901,14	26.376.086.067,16
jan/03	28	88.660.206.438,59	25.146.124.691,84
fev/03	30	89.805.798.589,99	25.203.692.913,69
mar/03	31	97.905.704.207,96	29.198.563.779,20
abr/03	32	109.659.046.794,33	37.946.932.934,58
mai/03	30	114.540.906.227,54	38.623.181.220,49
jun/03	31	111.440.764.877,36	38.802.494.734,45
jul/03	32	117.874.198.158,75	39.748.507.219,28
ago/03	32	130.491.506.455,42	43.988.372.309,29
set/03	32	127.897.436.538,10	43.749.550.707,43
out/03	33	135.136.935.525,25	47.313.540.902,32
nov/03	33	147.011.118.726,21	49.844.415.381,47
dez/03	35	229.714.912.431,50	79.508.138.042,18
jan/04	35	220.245.891.507,82	74.890.642.833,08
fev/04	35	228.589.946.125,45	78.450.801.745,29
mar/04	35	223.729.687.417,78	76.920.060.310,03
abr/04	35	197.527.587.038,79	67.079.018.928,51
mai/04	36	213.792.668.287,61	68.324.012.747,29
jun/04	38	227.788.380.649,74	73.302.777.361,10
jul/04	38	242.300.091.855,18	80.051.569.927,07
ago/04	38	253.682.282.682,96	86.468.839.962,84
set/04	39	276.448.309.430,59	96.707.587.431,14
out/04	39	280.712.381.210,02	98.271.444.498,49
nov/04	45	309.979.788.674,83	113.516.603.315,91
dez/04	46	345.633.990.661,94	130.211.720.412,14
jan/05	46	333.349.328.029,15	126.999.896.384,15
fev/05	46	377.895.161.127,26	145.624.339.548,05
mar/05	49	362.116.491.421,88	135.817.452.337,38
abr/05	49	332.457.443.738,07	131.338.617.997,92
mai/05	51	337.733.332.679,06	140.499.763.989,92
jun/05	52	341.065.790.334,07	145.109.679.345,68
jul/05	56	368.793.730.703,09	154.274.725.247,05
ago/05	56	397.055.235.451,25	167.980.384.757,48
set/05	57	449.729.145.729,84	202.380.139.379,80
out/05	59	442.869.604.409,01	196.455.487.028,78
nov/05	62	489.842.235.410,24	221.949.359.044,05
dez/05	64	530.077.331.262,85	226.461.029.291,64
jan/06	64	618.088.839.155,36	278.920.956.297,52
fev/06	67	626.288.444.576,44	293.274.851.124,55
mar/06	69	619.261.220.831,73	285.058.562.342,02

abr/06	72	646.442.229.865,39	309.420.940.965,60
mai/06	75	615.615.200.032,49	267.600.608.577,48
jun/06	77	668.746.022.028,05	308.989.521.798,20
jul/06	80	684.236.959.483,35	314.418.233.380,80
ago/06	80	681.003.968.234,99	318.404.698.071,37
set/06	80	710.730.970.185,49	326.893.096.396,52
out/06	86	772.414.031.990,56	360.435.852.538,80
nov/06	87	832.992.428.314,16	384.434.386.336,58
dez/06	91	893.082.094.226,52	417.718.472.510,07
jan/07	92	929.107.881.725,96	437.288.973.373,17
fev/07	98	926.585.405.285,27	437.439.998.718,37
mar/07	101	950.655.465.351,60	463.643.906.238,56
abr/07	110	1.034.127.492.435,93	508.445.593.409,71
mai/07	112	1.127.129.711.477,27	584.338.074.279,24
jun/07	117	1.137.571.696.103,91	590.578.183.004,87
jul/07	134	1.201.053.640.243,30	639.674.925.566,25
ago/07	136	1.202.254.916.389,21	612.770.089.902,78
set/07	137	1.328.420.445.028,70	722.399.502.435,56

Fonte: Bovespa

A variação da Capitalização Bursátil do IGC, somente em 2007, de janeiro a setembro, foi de 42,98%, enquanto a variação no mesmo período do Ibovespa foi de 34,92%. A valorização do IGC foi de 23,08% superior ao Ibovespa. Conferindo maior ganho a seus investidores.

Estes dados vêm corroborar análises anteriores, de que, as cias que aderiram às práticas diferenciadas de Governança Corporativa, estão agregando maior valor a seu capital e a seus papéis, e com isso, atribuindo maiores ganhos a seus investidores.

Em complemento, a tabela a seguir apresenta os recordes de alta, com os maiores fechamentos de cada ano, da variação nominal do índice.

IGC MAIOR FECHAMENTO DO ANO				
Ano	Nominal	Pregão	US\$	Pregão
2001	1.030,79	26/11/2001	441,38	29/6/2001
2002	1.170,50	12/4/2002	511,78	11/4/2002
2003	1.845,41	30/12/2003	638,73	30/12/2003
2004	2.545,13	30/12/2004	958,83	30/12/2004
2005	3.681,99	22/12/2005	1.685,22	6/12/2005
2006	5.169,65	28/12/2006	2.417,98	28/12/2006
2007(*)	7.019,91	27/9/2007	3.813,30	27/9/2007

Fonte: Bovespa

Analisando esses índices, pode-se constatar que a evolução do índice IGC de 2001 a 2007, foi de 5,81 vezes no período. Ou seja, quem investiu capital, em papéis do IGC, teve seu investimento valorizado em 581% no período em referência.

Dessa forma é possível afirmar que o objetivo do trabalho foi atingido. As empresas que aderem aos níveis de Governança Corporativa tendem a valorizar-se mais. Quanto a atrair mais investidores há indícios que isso ocorre, porém não é possível afirmar isso conclusivamente.

## 12 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Embora recente, o tema Governança Corporativa tem despertado cada vez mais o interesse de investidores e também das empresas. Pois representa uma relação profícua entre ambas as partes. De um lado o investidor se demonstra disposto a disponibilizar seus recursos financeiros para a empresa, pois está seguro de que terá um bom retorno e garantias adicionais sobre seu investimento, do outro, a empresa consegue captar recursos com mais facilidade e com um custo menor.

Os sistemas de Governança Corporativa mais desenvolvidos no mundo são dos EUA, Alemanha, Japão e Reino Unido. Embora com algumas diferenças entre si. Nos EUA e no Reino Unido existe um sistema legal garantindo maior proteção aos acionistas do que aos credores, incentivando o desenvolvimento do mercado de capitais.

Já na Alemanha acontece o inverso: os credores e os grandes investidores possuem mais direitos do que os pequenos acionistas. Desta maneira, a Alemanha possui o mercado de crédito muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas, e um fraco mercado de ações. Outra característica ainda, é a busca do equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, ao invés da maximização da riqueza do acionista. Porém, com a criação do Novo Mercado alemão em 1997, as empresas alemãs estão se adequando aos padrões internacionais de governança corporativa.

As empresas que optam pela adoção de boas práticas de Governança Corporativa possuem algumas obrigações que vão de encontro com o que os investidores esperam de uma organização, e que pode ser traduzida como respeito. Pois obriga aos gestores das empresas, a terem maior controle e transparência sobre os resultados apresentados, bem como responsabiliza os mesmos, por toda irregularidade incorrida, caso as exigências inerentes à Governança, não sejam seguidas.

Também o Japão está se adequando aos padrões internacionais de Governança Corporativa. A maioria das empresas japonesas utiliza o conceito de um único Conselho de Administração. Tendo como homem forte do conselho o presidente da companhia, que seleciona o nome dos novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Esta adequação sugere que as empresas reduzam a quantidade de conselheiros, atualmente entre 50 e 60, que

sejam ampliadas as funções dos auditores e que haja melhorias na transparência das informações ao mercado, entre outras exigências.

Todos estes princípios vêm ao encontro das expectativas que os investidores fazem das empresas, pois esperam das mesmas, entre outras coisas principalmente: excelência administrativa nas organizações, regras claras, cumprimento das regras, ética e transparência.

As empresas que respeitam estes princípios oferecem ao investidor, uma percepção que atribui maior valor a seus papéis negociados em bolsa. Com isso, se torna mais fácil e menos custoso a captação de recursos no mercado.

Com a adoção dessas práticas, o mercado de capitais brasileiro torna-se mais forte e atrativo para os investidores, inclusive os internacionais. Embora considerado atrás dos países citados anteriormente, em relação à Governança Corporativa, o Brasil tem procurado fazer sua lição de casa. Com a criação dos níveis diferenciados de boas práticas de Governança Corporativa, que exige das empresas mais transparência nas informações divulgadas e na condução dos negócios, respeito e tratamento equitativo para com os acionistas minoritários. O Brasil demonstra que está disposto a desenvolver seu mercado de capitais.

Tudo isso, vem ratificar o fato de que as companhias de adotam as melhores práticas de Governança Corporativa, fazem com que o mercado atribua maior valor a seus papéis. Com isso, ganha a empresa que tem seus papéis valorizados, e ganha também o investidor que tem melhor retorno sobre seus investimentos.



**ANEXO**

## ANEXO A

## Companhias Listadas no Nível 1 - Governança Corporativa

<b>COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 1</b>	
<b>RAZÃO SOCIAL</b>	<b>NOME DE PREGÃO</b>
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BANCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BANCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
BANCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
BANCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BANCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BANCO ITAÚ HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BANCO PINE S.A.	PINE
BANCO SOFISA S.A.	SOFISA
BRADSPAR S.A.	BRADSPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEN S.A.	BRASKEN
CENTRAIL ELET BRAS S.A. - ELETROBRÁS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DEISTRIBUIÇÃO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELET PAULISTA	TRAN PAULIST
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PARANÁ BANCO S.A.	PARANA
RANDON S.A. - IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. FÁBRICA DE PRODS ALIMENTÍCIOS VIGOR	RANDON PART VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SÃO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	ULTRAPAR
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIÃO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
UNIPAR UNIÃO DE IND PETROQ S.A.	UNIPAR
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A. - USIMINAS	USIMINAS
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P

Fonte: Bovespa

## ANEXO B

## Companhias Listadas no Nível 2 - Governança Corporativa

COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 2	
RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	ALL AMER LAT
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A.	ANHANGUERA
BANCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETRO PAULO METROP. ELET. SÃO PAULO S.A.	ELETROPAULO
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTÁCIO PART
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	NET
SANTOS BRASIL S.A.	SANTOS BRAS
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SULAMÉRICA S.A.	SUL AMÉRICA
SUZANO PETROQUÍMICA S.A.	SUZANO PETR
TAM S.A.	TAM S/A
TERNA PARTICIPAÇÕES S.A.	TERNA PART
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

Fonte: Bovespa

## ANEXO C

## Companhias Listadas no Novo Mercado - Governança Corporativa

COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO	
RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
AÇÚCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH IND E COM EQUIP. ELETRONIC S.A.	BEMATECH
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIA BRÁS DESENV IMOBILIARIO TURISTICO	INVEST TUR
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDÚSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DATASUL S.A.	DATASUL
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	EMBRAER
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN



EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.  
 FERTILIZANTES HERINGER S.A.  
 GAFISA S.A.  
 GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.  
 GRENDENE S.A.  
 GVT (HOLDING) S.A.  
 IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A  
 INDÚSTRIAS ROMI S.A.  
 INPAR S.A.  
 JBS S.A.  
 JHSF PARTICIPACOES S.A.  
 KLABIN SEGALL S.A  
 LIGHT S.A  
 LOCALIZA RENT A CAR S.A.  
 LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.  
 LOJAS RENNER S.A.  
 LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.  
 LUPATECH S.A  
 M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS  
 MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.  
 MEDIAL SAUDE S.A.  
 METALFRIO SOLUTIONS S.A.  
 MINERVA S.A.  
 MMX MINERACAO E METALICOS S.A.  
 MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.  
 NATURA COSMETICOS S.A.  
 OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.  
 ODONTOPREV S.A.  
 PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES  
 PERDIGAO S.A.  
 PORTO SEGURO S.A.  
 POSITIVO INFORMATICA S.A.  
 PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.  
 REDECARD S.A.  
 RENAR MACAS S.A.  
 RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.  
 ROSSI RESIDENCIAL S.A.  
 SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.  
 SAO MARTINHO S.A.  
 SATIPEL INDUSTRIAL S.A.  
 SLC AGRICOLA S.A.  
 SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.  
 TECNISA S.A.  
 TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.  
 TOTVS S.A.

EZTEC  
 FER HERINGER  
 GAFISA  
 GENERAL SHOPP  
 GRENDENE  
 GVT HOLDING  
 IGUATEMI  
 INDS ROMI  
 INPAR S/A  
 JBS  
 JHSF PART  
 KLABINSEGALL  
 LIGHT S/A  
 LOCALIZA  
 LOG-IN  
 LOJAS RENNER  
 LOPES BRASIL  
 LUPATECH  
 M.DIASBRANCO  
 MARFRIG  
 MEDIAL SAUDE  
 METALFRIO  
 MINERVA  
 MMX MINER  
 MRV  
 NATURA  
 OHL BRASIL  
 ODONTOPREV  
 PDG REALT  
 PERDIGAO  
 PORTO SEGURO  
 POSITIVO INF  
 PROFARMA  
 REDECARD  
 RENAR  
 RODOBENSIMOB  
 ROSSI RESID  
 SÃO CARLOS  
 SÃO MARTINHO  
 SATIPEL  
 SLC AGRICOLA  
 SPRINGS  
 TECNISA  
 TEGMA  
 TOTVS

TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.  
TRACTEBEL ENERGIA S.A.  
TRISUL S.A.  
WEG S.A.

TRIUNFO PART  
TRACTEBEL  
TRISUL  
WEG

Fonte: Bovespa

## ANEXO D

Segmentos de Listagem - Bovespa					
Diferenças entre os segmentos					
	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	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 três membros (conforme legislação)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON, e 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem no Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bovespa

## REFERÊNCIAS

ACIONISTA – <http://www.acionista.com.br> – Acesso em 21/04/2007

ACIONISTA – <http://www.acionista.com.br> – Acesso em 18/05/2007

ACIONISTA – <http://www.acionista.com.br> – Acesso em 11/09/2007

ACIONISTA – <http://www.acionista.com.br> – Acesso em 13/11/2007

BANCO ITAÚ S/A – <http://www.itaubank.com.br> – Acesso em 18/08/2007

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES – <http://www.bndes.gov.br> – acesso em 22/08/2007

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 08/02/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 22/02/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 08/02/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 02/07/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 30/08/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 13/10/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 30/10/2007.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 21/01/2008.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 25/01/2008.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA – <http://www.bovespa.com.br> – Acesso em 15/02/2008.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, julho/setembro 2002.

CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para os níveis de Governança da Bovespa. São Paulo, janeiro, 2003. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CMV – [http:// www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br) – Acesso em 08/02/2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CMV – [http:// www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br) – Acesso em 25/02/2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CMV – [http:// www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br) – Acesso em 28/03/2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC – [http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br) – Acesso em 19/04/2007

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC – [http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br) – Acesso em 03/05/2007

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC – [http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br) – Acesso em 22/08/2007

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC – [http:// www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br) – Acesso em 24/11/2007

LEMOS, Daniela H. Zago. Governança Corporativa e os Novos Mercados. 2003. 85 f. (Monografia Especialização em Contabilidade e Finanças) – UFPR, Curitiba, 2003.

LETHBRIDGE, Tiago. Os milionários da Bolsa. Revista Exame. São Paulo. Ed. 882, nº 24, ano 40, 06/12/2006.

LIMA, Iran Siqueira; GALARDI Ney & NEUBAUER, Ingrid. Mercados de investimentos financeiros. São Paulo Atlas, 2006.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. Introdução ao mercado de capitais brasileiro. Campinas, SP: Editora Lucre, 1997.

NAIDITCH, Suzana. O Brasil descobre a bolsa. Revista Exame. São Paulo. Edição 864, nº 6, ano 40, 29/03/2006.