

MARCELO DE SOUZA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E A SUA INFLUÊNCIA NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS EM PERÍODOS DE CRISE ECONÔMICA**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, como requisito para obtenção do título de especialista em Gestão de Negócios – Turma 2009.

Profa. Dra. Márcia Bortolocci Espejo

CURITIBA

2010

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha noiva, Francielli Alves de Oliveira, que em vários momentos me deu apoio e o incentivo necessário para sua conclusão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família pelos ensinamentos que foram importantes na minha vida pessoal e profissional e puderam ser aplicados ao longo do meu curso.

Agradeço a minha noiva, Francielli Alves de Oliveira, pelo apoio nos momentos das dificuldades.

Agradecimentos aos amigos que fizeram parte do curso Gestão de Negócios - 2009, por motivar-me a finalizar o trabalho de conclusão de curso.

Agradecimento especial à professora Márcia Bortolucci Espejo pelo ensino e transmissão de conhecimento técnico e acadêmico.

RESUMO

SOUZA, MARCELO DE. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A SUA INFLUÊNCIA NAS EMPRESAS BRASILEIRAS EM PERÍODOS DE CRISE ECONÔMICA. No Brasil as questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir dos anos 90 com o surgimento de grandes empresas. A governança corporativa está fundamentada em princípios de gestão como a transparência, ética, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa que garantem a continuidade de uma empresa e protegem a todas as partes interessadas. A gestão corporativa brasileira vem ganhando destaque devido ao constante crescimento da economia local e do seu mercado de capitais, criando necessidade de aprendizado e evolução quanto ao tema. Como incentivo e contribuição ao processo de aprendizado brasileiro é fundado, em 1995, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) que instituiu o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual é um conjunto de normas e diretrizes de governança corporativa recomendadas para as empresas brasileiras. No presente estudo foram realizadas abordagens sobre evolução histórica da governança corporativa no Brasil, da aplicação das melhores práticas recomendadas e da importância da governança corporativa como mecanismo de geração de valor para as empresas brasileiras, seguida de uma análise, por meio pesquisa bibliográfica, da influência da governança corporativa no valor das empresas brasileiras durante períodos de crises. No presente estudo, comprovou-se que estas crises são geradas por fatores que as empresas não controlam, como exemplo mudanças na economia promovidas pelo Governo e também por condutas de empresas que ferem os princípios da transparência, prestação de contas e responsabilidade corporativa como o caso da recente crise (2008) e dos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos em 2001 que ressaltaram cada vez mais a importância gestão corporativa, levando o Governo Americano a criar a Lei Sarbanes Oxley em 2002 como instrumento institucional que enfatiza a transparência, a ética e a responsabilidade corporativa das empresas. Apesar de todas as crises econômicas enfrentadas pelas empresas brasileiras nas últimas duas décadas, conclui-se que as empresas no Brasil de capital aberto estão bem estruturadas gerencialmente, percebendo cada vez mais a importância da governança corporativa e sendo direcionadas estrategicamente para um processo contínuo de melhorias em práticas de governança corporativa como um diferencial competitivo no mercado para atração de investidores e captação de capital a um custo menor. Como melhor evidência, para confirmar este processo de aprendizado brasileiro, foi à superação da crise de 2008 pelas empresas do Brasil e a o retorno da confiança do investidor no potencial de valorização das companhias abertas brasileiras no mercado de capitais.

Palavras-chave: Governança corporativa, gestão corporativa, transparência, ética, investidores, mercado de capitais, economia, crises econômicas, crise de 2008.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	DESCRIÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA	8
1.2	QUESTÃO DE PESQUISA	10
1.3	OBJETIVOS.....	11
1.3.1	Objetivo geral.....	11
1.3.2	Objetivos específicos	11
1.4	JUSTIFICATIVA.....	12
1.5	ASPECTOS METODOLÓGICOS	13
1.5.1	Quanto à abordagem do problema	13
1.5.2	Quanto aos objetivos	13
1.5.3	Quanto aos procedimentos	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA	15
2.1.1	O conceito e o estudo da governança corporativa	15
2.1.2	A importância da governança corporativa no Brasil	16
2.1.3	A evolução da governança corporativa no Brasil	17
2.1.4	Governança corporativa brasileira	19
2.2	CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA.....	25
2.2.1	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).....	25
2.2.2	Melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC	26
2.2.2.1	Propriedade.....	26
2.2.2.2	Conselho de Administração.....	26
2.2.2.3	Gestão.....	27
2.2.2.4	Auditoria Independente	28
2.2.2.5	Conselho Fiscal.....	29
2.2.2.6	Conduta e Conflito de Interesses	29
2.3	AValiação DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
2.3.1	Avaliação da gestão corporativa	29
2.4	INDICADORES DE DESEMPENHO	30
2.4.1	Conceito de indicador e o BSC	30
2.4.1.1	Indicadores financeiros.....	31
2.4.1.2	Indicadores financeiros estratégicos	32
2.4.1.3	Indicadores econômico-financeiros operacionais e estratégicos.....	33
2.5	INDICADORES DE DESEMPENHO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO IBOVESPA	35
2.5.1	IGC – Índice de Governança Corporativa	35
2.5.2	Índice <i>Tag Along</i>	35
2.5.3	Índice de Sustentabilidade Empresarial	36
2.6	GOVERNANÇA CORPORATIVA E A GERAÇÃO DE VALOR PARA AS EMPRESAS	37
2.6.1	Incentivo a geração de valor	37
2.6.2	Valor da empresa com base em gestão corporativa	40
2.7	CRISES E OS EFEITOS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DO BRASIL	46
2.7.1	Crise asiática – 1997.....	47
2.7.2	Desvalorização do Real – 1999	48
2.7.3	Fraudes e corrupções – grandes escândalos – ano 2001	49
2.7.4	Crise de 11 setembro – 2001	52

2.7.5	Crise econômica de 2008	52
2.7.5.1	Crise Financeira Global e o Comportamento da Economia Brasileira	52
2.7.5.2	Crise Financeira de 2008 e os Impactos na Governança Corporativa Brasileira	59
2.7.6	Governança corporativa e o pós-crise 2008	64
2.7.6.1	Perspectivas 2010	64
2.7.6.2	Governança corporativa e o IFRS	66
3	CONCLUSÃO.....	68
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	70

1 INTRODUÇÃO

1.1 DESCRIÇÃO DA SITUAÇÃO PROBLEMA

No início dos anos 90, no Brasil, as empresas passaram por um processo de amadurecimento administrativo que se denominou administração participativa. Prática que predominou pelo emprego de uma cultura organizacional em que todos os pertencentes à organização tinham o conceito e a visão de que a empresa existia para satisfazer as necessidades do meio externo, através de vendas de bens e serviços, e a do meio interno, este último, atrelado as necessidades das pessoas que trabalhavam dentro da organização. Portanto, todos os que faziam parte da empresa eram motivados a um comprometimento com os resultados operacionais que garantissem a sobrevivência da empresa no mercado.

A partir do ano de 2000 e depois de várias mudanças no cenário brasileiro, como a estabilização da economia, abertura comercial e as privatizações de várias companhias estatais, este tipo de cultura administrativa foi passando por um processo de mudança; surge assim uma nova corporação, a chamada empresa de controle compartilhado. Neste novo modelo, uma empresa não sobrevive se ela não tiver um direcionamento estratégico quanto aos seus propósitos. As empresas passaram a ter necessidade de construir sua identidade demonstrando os seus valores, a sua visão, sustentabilidade e transparência ao mercado. Processo que criou um maior relacionamento da empresa com o meio externo e interno, como exemplo, demonstração clara e objetiva de seus propósitos e princípios de clareza a seus colaboradores, clientes, fornecedores, acionistas, investidores ou outros ligados à organização.

As empresas passaram a dar importância em construir, em consolidar e garantir a continuidade de um modelo de administração fundamentado em princípios de clareza nos papéis, transparência e sustentabilidade, nasce assim o conceito de modelo de governança corporativa. Nova definição para modelos de gestão até então existentes com a implantação de uma nova cultura voltada para boa administração corporativa tendo como os principais direcionadores a finalidade, existência da organização e a sua continuidade. Esta idéia de geração de valor para

as empresas, por meio da prática de gestão, passou a ter maior importância em nossas literaturas.

Esse modelo de governança, que define o propósito da empresa e o seu direcionamento estratégico, tem como característica a proteção aos investidores e a todos que tem transações com a entidade. Uma empresa financiada por investidores a um custo de capital baixo tem que possuir uma postura ética quanto a definição de suas políticas e diretriz. Mas estes mecanismos de governança corporativa para as empresas, mesmo que já consolidado, estão sujeitos a passar por questionamentos quanto a sua aplicabilidade perante aos riscos dos meios externos, como exemplo, as crises nos países emergentes: a crise asiática de 1997 que expôs deficiências nas práticas de governança nos países que eram até então chamados de Tigres Asiáticos. Também ocorreu a crise russa em 1998 que levou a revisão societária e financeira das empresas neste país.

Ter um modelo de governança corporativa estruturado é muito importante para as empresas e é fundamental pela transparência; mostra ao mercado onde a empresa está e para onde está indo. Porém, sempre deve ser feita uma revisão devido à velocidade dos acontecimentos que ocorrem na economia. Entre os anos de 2000 e 2004 a importância da governança corporativa ganhou destaque com a série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e na Europa que envolveu manipulação de resultado nas demonstrações financeiras publicadas ao mercado pelas companhias Enron, WorldCom, Parmalat e outras. Essas manipulações mostraram que a governança corporativa precisava ser aprimorada e levou o Estado americano a intervir no mercado de capitais, por meio de dispositivos legais de auto-regulamentação, com a criação da Lei Sarbanes-Oxley em julho de 2002, Lei que estabelece aplicação de uma série de controles internos para identificar riscos nas operações das empresas e assegurar proteção ao mercado.

Governança corporativa é um instrumento de proteção aos investidores e ao mercado e mesmo com sua prática e intervenção do Estado com regulamentação protecionista, a economia mundial no último trimestre do ano de 2008 sofreu uma das maiores crises após 1929. Houve uma diminuição muito grande na concessão de crédito para financiamento das operações das empresas, o mercado de capitais teve uma fuga muito grande de investidores, os papéis das empresas passaram a ter índices de desvalorização acentuados e a origem da crise foi novamente vista

como um problema no modelo de gestão das empresas que financiaram a bolha especulativa no mercado imobiliário americano.

Grandes empresas brasileiras geram valor e são altamente lucrativas e com boas práticas de governança corporativa, mas sentiram o efeito da crise com a fuga dos investidores e com escassez do crédito. Novamente o mercado voltou a questionar se o problema estava na insegurança dos investidores ou na credibilidade das estruturas de governança. No Brasil, em 2009 o fluxo de investimentos começou a normalizar e o mercado de capitais voltou a ter índices de valorização e aos poucos o investidor passou a ter, novamente, a credibilidade no mercado. As empresas brasileiras ao final do último trimestre de 2009 passaram a operar de acordo com sua capacidade produtiva, mostrando que a economia voltou a dar sinais de recuperação.

Passado o período turbulento, da crise, observou-se que a estrutura das empresas brasileiras, as regras no mercado de capitais e a visão de longo prazo com a consolidação de um modelo de governança corporativa geraram valor para as companhias e trouxe vantagens frente as ameaças externas (crises na economia). As companhias brasileiras tiveram um aprendizado com as recentes crises e terão um longo caminho pela frente para chegar a um modelo de governança corporativa ideal. Será necessário um processo adaptativo de revisão e mudança para um modelo ideal após estas experiências de crises que o mercado enfrentou recentemente.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

A adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas constitui em um instrumento de segurança, transparência e proteção para os investidores contra possíveis fraudes e desvios de ativos por aqueles que tem o poder de influenciar na tomada de decisões em nome da organização. Boas práticas de gestão geram valor e financiam a empresa e também propicia ao poupador excelentes oportunidades de investimentos.

Uma das finalidades da governança corporativa é atrair quem está disposto a aplicar no mercado de capitais. Quando um investidor opera no mercado de capitais, ele está buscando um retorno sobre o capital investido e

conseqüentemente está financiando a economia; porém passa em contrapartida a correr riscos de perdas por apropriação indevida por parte dos controladores e administradores e das influências negativas do cenário macroeconômico.

Partindo do conceito de que as companhias que possuem um sistema de proteção aos investidores e adotam boas práticas de governança corporativa tendem a serem mais valorizadas, captam recursos a um custo diferenciado e conseguem atrair investimentos, este estudo apresenta o seguinte questionamento: qual foi a influência da governança corporativa sobre o valor das companhias brasileiras diante das recentes crises no mercado financeiro e macroeconômico mundial?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral do estudo é identificar a influência da governança corporativa sobre o valor das companhias abertas, no Brasil, em meio a crises econômicas.

1.3.2 Objetivos específicos

Realizar um estudo sobre as melhores práticas de governança corporativa no Brasil das empresas que são listadas na Bolsa de Valores de São Paulo BOVESPA, emissoras de ADRs (*American Depositary Receipts*) níveis 2 e 3, Novo Mercado, Níveis I e II.

Descrever as perspectivas da governança corporativa no Brasil depois das mudanças nas regras do Novo Mercado e a instituição da Lei 11.638/07 que implantou IFRS.

Identificar as ações ou oportunidades de melhorias na governança corporativa brasileira após as recentes crises econômicas.

1.4 JUSTIFICATIVA

Nos últimos dez anos, houve uma série de mudanças no mercado de capitais brasileiro e estrangeiro, como a criação e implantação pela BOVESPA do Novo Mercado no Brasil, grande número de empresas ingressando na Bolsa de Valores, fusões e aquisições de empresas de grande porte e a intervenção do Estado sobre o mercado diante de problemas e escândalos ocorridos em empresas de países desenvolvidos em que os dirigentes ocultaram perdas econômicas relevantes dos investidores.

Essas foram algumas mudanças recentes no mercado de capitais. Mas o que sensibilizou e marcou negativamente foram os escândalos de manipulação de resultados que ocasionou crise nos mercados internacionais e conseqüentemente levou a intervenção do Estado. Nos Estados Unidos foi criada a Lei Sarbanes-Oxley em julho de 2002, dispositivo legal e rigoroso que influenciou as companhias listadas na Bolsa de Valores norte-americana e inclusive as brasileiras. Essas iniciativas serviram de base para abertura de discussões e recomendações para adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas, práticas estas que tornam a empresa mais atraente para os investidores.

Regulamentar o mercado foi uma iniciativa importante pelo Estado, porém o mercado voltou a demonstrar fragilidades com uma nova crise ao final do ano de 2008, crise que teve sua origem no mercado imobiliário dos Estados Unidos. Com o aprofundamento da crise financeira global ao final do ano de 2008 houve um fluxo significativo de saída dos investidores da Bolsa de Valores de São Paulo, gerando desconfiança quanto as nossas regras de mercado de capitais e criando espaços para reflexões sobre mudanças em nosso modelo de governança corporativa. Ao longo do ano de 2009 o fluxo de entrada de investimentos em Bolsa de Valores no Brasil voltou a crescer, acarretando em índices de valorização significativos, comprovou-se que o país está estruturado e que a fuga dos investidores foi passageira.

A importância deste estudo se justifica pelo fato de que um bom modelo de governança corporativa adotado e posto em prática pelas empresas geram valor e se mostram mais atrativas pelos investidores. Estrutura e boas práticas de governança corporativa são instrumentos de proteção aos investidores, credores, agentes financeiros e aos acionistas. Um modelo que apresenta o direcionamento

estratégico e continuidade dos negócios pode ser colocado à prova quanto a sua aplicabilidade diante das crises no cenário macroeconômico e seus efeitos no valor da empresa precisam ser avaliados.

1.5 ASPECTOS METODOLÓGICOS

1.5.1 Quanto à abordagem do problema

Quanto à abordagem do problema a pesquisa é qualitativa. A metodologia do desenvolvimento desta pesquisa necessita de um trabalho intensivo de campo e requer coleta de dados em várias fontes bibliográficas retratando o maior número possível de elementos existentes na fonte consultada com a intenção de análise e interpretação dos dados e não há preocupação em comprovar hipóteses previamente estabelecidas. A pesquisa visa levantar em várias fontes, opiniões, conceitos e significados para interpretar e compreender os efeitos das crises econômicas na governança corporativa e no valor das companhias brasileiras.

1.5.2 Quanto aos objetivos

A pesquisa em questão é classificada como descritiva, desenvolvida a partir de publicações recentes, revistas e artigos, pois pretende-se descrever a influência dos níveis de governança corporativa no valor das ações das empresas brasileiras em tempos de crises no mercado internacional. Com base em seus objetivos busca-se familiaridade com o problema a fim de possibilitar as análises e interpretação dos fatos relevantes na pesquisa, uma vez que o assunto da influência de crises econômicas na governança corporativa e no valor das empresas foi pouco estudado. A pesquisa tem objetivo de levantamento preliminar das informações conceituais e necessárias para uma abordagem mais ampla do tema e posteriormente aprofundar no assunto.

1.5.3 Quanto aos procedimentos

Quanto aos procedimentos a pesquisa predominante é a bibliográfica, pois é necessário um levantamento de material já publicado para estudar profundamente o tema e buscar o embasamento teórico.

Por envolver questões recentes de instabilidade econômica e com reflexos nas estruturas corporativas das empresas a pesquisa se utilizará de fontes sem tratamento analítico profundo tais como notícias de jornais, revistas e artigos recentes, ou seja, se utilizará dos procedimentos de pesquisa documental e por último, para avaliar as práticas de gestão das empresas listadas no mercado de capitais brasileiro, sobre a importância do modelo de governança corporativa, a pesquisa se utilizará: de fontes públicas divulgadas pelas companhias listadas. Fontes de informação são os documentos arquivados pelas empresas na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), estatutos e relatórios anuais que vem a público por meio dos canais de comunicação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1.1 O conceito e o estudo da governança corporativa

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa IBGC (2009, p.19) conceituou Governança Corporativa da seguinte forma:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Governança Corporativa é um conceito pelo qual as empresas são dirigidas através de um sistema de gestão, sendo recente e bem abrangente. Segundo Silveira (2006, p.5): “Governança corporativa é um termo composto por variáveis de diversos campos de conhecimento, principalmente economia, finanças, contabilidade, direito, teoria organizacional e ética.”

E apesar de sua abrangência a maiorias das pesquisas sobre governança corporativa foram realizadas na área de finanças e concentram-se na estrutura da propriedade e focando os conflitos entre sócios controladores e sócios minoritários, bem como os conflitos entre os administradores e proprietários.

Leal *et al* (2002, p. 12) afirmam que “A literatura sobre governança corporativa tem focalizado, principalmente, os conflitos entre administradores e proprietários [...]”.

Desde que seu conceito foi empregado na literatura administrativa, a governança corporativa passou por processos de evolução, com inúmeras revisões e melhorias em seu código de boas práticas e com passar do tempo, seu conceito inicial de ser apenas um mecanismo de resolução de conflitos de interesses entre sócios e administradores passou a perder espaço para um modelo que gera valor para as empresas e de acesso a inúmeras vantagens competitivas. As pesquisas

também passaram a avaliar a influência da governança corporativa no desempenho das empresas.

2.1.2 A importância da governança corporativa no Brasil

No Brasil a sua importância cresceu a partir do ano 2000 quando, na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, foi criado o Novo Mercado e diferentes níveis de governança corporativa para melhorar e fortalecer a imagem do mercado de capitais. A partir deste momento o assunto ganhou força e abriu caminho para debates e diversas pesquisas sobre o tema no Brasil, onde foram levantados diferentes conceitos, aplicação, tratamento e normas para um modelo de governança a ser adotado pelas empresas, sempre com a finalidade de proteção e transparência ao investidor de Bolsa que é uma fonte de recursos para financiamento das operações das empresas listadas no mercado de capitais.

Confirma Steinberg (2003, p. 177):

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Assim como os mecanismos internos de gestão corporativa das empresas que protegem os investidores, no Brasil, temos os órgãos reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, que regulamenta e fiscaliza práticas abusivas quanto ao uso de padrões não recomendáveis conduta de gestão das empresas e de certa forma incentiva a governança corporativa.

Incentivo demonstrado em sua cartilha de boas práticas – CVM (2002):

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.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer

influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Como forma de captação de recursos das empresas e oportunidade de investimentos aos poupadores, a Comissão de Valores Mobiliários CVM incentiva as boas práticas de governança corporativa, sua atuação no mercado é motivar e implementar as boas práticas governança através de auto-regulamentação. Um mercado com boas práticas de gestão torna-se mais atrativo para os investidores e serve como uma fonte de obtenção de recursos para as empresas.

Segundo Leal *et al* (2002, p. 116), as empresas com boas práticas agregam valor e obtêm maiores preços nas ações, além de proteger o investidor.

Os estudos sobre governança corporativa, também, ganharam importância com a idéia de que a empresa transparente no mercado adquire maior valor, no Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009, p.1) – apresentou seguinte resultado de estudo:

Os resultados do estudo indicam que a relevância do tema evoluiu de forma significativa nos últimos anos, com um maior conhecimento e aderência das empresas às melhores práticas. Os benefícios da boa governança corporativa são claramente reconhecidos pelas empresas participantes, principalmente nos aspectos relativos a aprimorar a transparência, melhorar a gestão da empresa, melhorar a imagem da empresa, permitir o alinhamento entre os acionistas e executivos e facilitar o acesso a capital.

2.1.3 A evolução da governança corporativa no Brasil

Silva *et al* (2007, p. 33) afirmam que nos anos 70, o governo brasileiro já tinha a percepção de que o mercado de capitais era importante para o país. Esta década foi importante para o começo da regulamentação do mercado de capitais no Brasil, onde foi criada a legislação (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das S.A.) como uma iniciativa para incentivar a promoção do mercado de capitais.

Após a edição da Lei, o modelo brasileiro, ainda passou por diversas dificuldades no mercado de capitais como a falta de compradores ou provedores de recursos, acreditava-se até que havia um problema de demanda de papéis das empresas. Mas como a governança corporativa não fazia parte de nossa literatura, e era desconhecida pelo investidor, ou mesmo não era compreendida no meio

acadêmico, havia um certo receio quanto ao risco de investir em ações por parte dos investidores o que ocasionava uma baixa liquidez no mercado de ações brasileiro.

Segundo Silveira (2006, p.2): “Toda discussão sobre Governança Corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas [...]”

Outro problema que gerava falta de liquidez no mercado brasileiro é que até o final dos anos 90 as empresas brasileiras eram financiadas pelo capital estatal e também predominava um mercado com inúmeros incentivos fiscais. A maior parte das empresas eram de propriedade de grupos familiares e com capacidade limitada de investimentos. Para abrir capital, a emissão de ações acarretaria no risco de perda de controle das empresas. Neste caso, havia um limite para oferta de ações.

Ao final dos anos 90 como incentivo:

“[...] foi introduzida na legislação uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%. Isto propiciava (e ainda propicia) a manutenção do controle com apenas 17% do capital. Posteriormente, com a mudança legal introduzida pela Lei nº 9.457, de 1997, procurou-se compensar o direito de voto suprimindo com um pagamento de dividendos 10% acima daquele pago às ações ordinárias (ações com direito a voto).” (LEAL *et al*, 2007, p. 34).

Como mostra pesquisa de Leal *et al* (2007, p. 34), apesar de incentivar as empresas a abrirem seu capital, com medidas de incentivo através de dispositivos legais, conforme descrito, o uso de apenas 17% do capital permitia o controle da empresa, e também, constituía em um incentivo a expropriação dos minoritários. Por isso estudos consideram que o modelo brasileiro passou por um crescente aprendizado e evolução no conceito de boa prática de governança corporativa, a partir destas mudanças incentivadoras.

Hoje as empresas brasileiras estão bem estruturadas e cada vez mais convergindo para um modelo de gestão eficiente para dirimir problemas de agencias, garantir sua continuidade no mercado e gerar valor para seus acionistas. Mas nem sempre foi assim no Brasil, como apontam os estudos de Silveira (2005, p. 45), a partir do ano de 1920 até o ano de 1990, a economia brasileira foi financiada pelo capital estatal, e conseqüentemente não tinha valor para o investidor, uma vez que o controle estava nas mãos do Governo.

Somente na década de 90 que a economia brasileira passou por diversas transformações: estabilização da economia, privatização de muitas estatais,

abertura comercial e novas funções para o Estado que passou a ter uma função de órgão regulador.

Os efeitos dessas mudanças provocaram necessidades para as empresas brasileiras de criarem um modelo ideal de governança corporativa. Empresas com necessidade de captação dos recursos a um baixo custo, necessidade de um desempenho melhor no mercado competitivo, começaram a praticar e a valorizar o modelo de governança corporativo.

2.1.4 Governança corporativa brasileira

Segundo Silveira (2005, p.5) as empresas brasileiras listadas no mercado de ações, apresentam diferentes formas de constituições e modelos de governança corporativa, e apesar de estarem atentas a qualidade das informações divulgadas e aos direitos dos acionistas buscam enquadrarem-se aos rígidos padrões americanos, ainda possuem características diferenciadas em sua estrutura:

- Tem estrutura de propriedade com forte concentração das ações ordinárias (com direito a voto) e alto índice de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado com poucos investidores;
- Acionistas minoritários pouco ativos na administração das empresas;
- Membros do conselho de administração representando os interesses dos acionistas majoritários, devido à ausência de participação ativa dos minoritários e de consolidação de regras claras na defesa dos interesses dos acionistas minoritários.

Como na estrutura de propriedade na governança corporativa brasileira predomina as ações com direito a voto, praticamente havia poucas empresas com estrutura de capital pulverizado. O controle das companhias brasileiras acabavam concentrando em poucos controladores e a alta concentração da propriedade somado a falta de regulamentação protetionistas aos minoritários acarretava no conflito de agência entre os controladores e os minoritários, diferentemente de outros países mais avançados em questões de governança, que predomina o conflito entre os controladores e os gestores, é o que se discute hoje no mercado o pagamento de Bônus aos administradores e executivos das companhias abertas.

Nas companhias abertas brasileiras também predominam a emissão de ações sem direito a voto, as chamadas preferenciais, que causam um efeito de posse no controle das companhias, os controladores conseguem manter o controle das companhias com uma parcela menor de capital (de posse de ações ordinárias), conseqüentemente há um estímulo para expropriação da riqueza.

Com esta estrutura de propriedade o controlador pode criar diferentes formas para administrar o capital de uma companhia, tais como criação de *holdings* que controlam outras empresas, fazendo com que muitos controladores passem a ser minoritários de empresas controladas. Este tipo de estrutura diminui o benefício de ser um acionista controlador de uma empresa que está sendo controlado por outra empresa, e gera uma combinação de muito poder na organização que pode ter um conselho de administração totalmente influenciado pelo acionista controlador do grupo econômico criado.

No Brasil, há diversas empresas de economia mistas que são negociadas em bolsas, estas empresas predominam o capital estatal como controlador e seus membros de conselho e administradores são nomeados e possuem pouco profissionalismo quanto a questões de governança corporativa. Também, temos as empresas com capital familiar que, em geral, seus conselheiros apresentam as mesmas características dos conselheiros de empresas de controle estatal, não são profissionais e sua nomeação em muitos casos são por laços de família, prejudicando a análise de questões estratégicas da companhia.

Nos anos 90 o mercado de ações brasileiro passou por um processo de desestímulo para as empresas abrirem capital, muitas que tinham capital aberto, fecharam o seu capital. Além da implantação e processo de estabilização da moeda Real na economia brasileira, as empresas passaram por uma crise que teve origem no México. Em dezembro de 1994, o México adotou um regime de taxas flutuantes no câmbio, pressionado pelo baixo nível das reservas internacionais e pela forte desvalorização da moeda iniciada no ano anterior.

A crise mexicana foi resolvida com empréstimos concedidos em conjunto pelo FMI (Fundo Monetário Internacional) e pelos Estados Unidos, além do compromisso das autoridades mexicanas no plano de reestruturação econômica.

Quanto aos efeitos da crise, houve uma desvalorização de 42,3% do IBOVESPA, durante a crise, entre 23 de setembro de 1994 e 15 de março de 1995,

período no qual o índice mexicano de ações marcou desvalorização de 69,1% (Fonte Infomoney on-line).

Mas estes efeitos foram passageiros na economia brasileira que passou a ter uma maior competitividade no cenário internacional com a estabilização econômica e da abertura de mercado. Este aquecimento e a dificuldade de obter financiamentos estatais, levaram as empresas brasileiras à necessidade de capital a um custo acessível, ou seja, acesso a mercado de capitais no Brasil e no exterior. Essa necessidade de obtenção de recursos a um custo menor levou as empresas a adorem novas práticas de governança corporativa, principalmente com relação a interesses dos acionistas minoritários, transparências de informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração.

Conforme Silva (2006, p. 24-31), o crescimento do mercado e a necessidade de revisão do modelo brasileiro e levou algumas iniciativas institucionais e governamentais a criarem mecanismos para contribuir com melhoria da prática de Governança Corporativa, destacando-se:

- Criação do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) em 1995;
- Aprovação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, conhecida como a nova Lei das S.A.s;
- Criação dos diferentes níveis de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- Estabelecimento de novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão;
- Estímulo do BNDS à boas práticas de Governança Corporativa como requisito para obtenção de crédito.

Conforme Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009):

O IBGC é uma organização exclusivamente dedicada à promoção da Governança Corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no País, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional. O IBGC, sociedade civil de âmbito nacional, sem fins lucrativos, foi fundado em 27 de novembro de 1995. Tem o propósito de ser referência em Governança Corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes da nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade.

O código de melhores práticas do IBGC está em sua quarta edição e foi revisado no ano de 2009. Desde sua primeira edição em 1999 houve uma série de

mudanças no cenário macroeconômico brasileiro, que levou a o Instituto a atualizar seus conceitos relacionados a governança corporativa, como o renascimento do mercado de capitais, um grande número de novas empresas listando seu capital na Bolsa, o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso (o que até então era pouco presente no mercado de capitais brasileiro), fusões e aquisições de grandes companhias, reveses empresariais de veteranas e novatas e a crise econômica mundial de 2008.

Estes fatores expõem fragilidades das organizações e de seus sistemas de governança, reforçando a necessidade da implementação, de fato, das boas práticas de governança corporativa e atualização do código do IBGC.

O código apresenta inúmeras sugestões de boas práticas de governança corporativa que protegem a imagem das companhias que o praticam perante o mercado.

Também, preocupada com o estímulo, em dezembro de 2000 foi implantado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), os Níveis Diferenciados de governança corporativa. Estes segmentos especiais de listagem no mercado de capitais brasileiro, estimulam as empresas a aderirem às boas práticas de governança corporativa, estimulando assim o ambiente de negociação dos ativos, tornando as empresas mais valorizadas.

Esta tendência de incentivo e modernização de nosso sistema de gestão corporativa é confirmada por Steinberg (2003, p, 20), do qual o autor comenta que são magníficos os esforços de modernização, exemplificando um deles como a classificação das empresas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) por níveis diferenciados de governança corporativa.

Conforme descrito no site BOVESPA: empresas listadas nos diferentes níveis de governança corporativa da BOVESPA, são destacadas por firmarem compromissos a seus acionistas investidores de melhorias nas práticas de governança corporativa, ampliando a proteção aos investidores do capital. Boas práticas de governança estimulam o mercado, aumentando a confiança do investidor que está disposto a pagar um preço melhor e justo pelo ativo da empresa que adota boas práticas.

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido e formalizado junto ao BOVESPA.

Segundo Silva (2006, p. 31-32):

“As Companhias Nível 1 comprometem-se, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Obrigações adicionais à legislação da Companhias listadas no Nível 1:
 Melhoria nas informações prestadas trimestralmente e anualmente a CVM, entre as quais exigência de consolidação e de revisão especial;
 Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
 Divulgação de um calendário anual para eventos corporativos;
 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% do capital social da companhia;
 Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.”

Conforme site do BOVESPA: 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. Obrigações adicionais à legislação das Companhias listadas no Nível 2:

Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP (As companhias brasileiras ainda apresentam deficiências na adequação ao novo modelo de preparação das demonstrações financeiras de acordo com as novas práticas contábeis, o IFRS);
 Mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração;
 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.

O Novo Mercado criado pela Bovespa com a finalidade de estimular o mercado de capitais trouxe uma inovação, em relação à legislação: é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.

Além desta obrigação para empresa aderir ao Novo Mercado, a empresa tem que cumprir outras obrigações adicionais, como as exigências do Nível 2.

Segundo Silveira (2005, p. 62), até 2001 nenhuma empresa havia ingressado no Nível 2 ou no Novo Mercado da Bovespa, por motivos circunstanciais e estruturais. Pelo lado circunstancial, em 2001 foi um ano caracterizado por diversas crises, tais como a crise da energia elétrica, deteriorização da situação econômica da Argentina, a recessão mundial e o aumento da instabilidade internacional a partir dos ataques terroristas aos Estados Unidos. Pelo lado estrutural, o aumento do risco país e a ausência de mecanismos de proteção aos interesses dos minoritários faziam com que a precificação dos papéis das empresas brasileiras sofressem altos descontos.

Segundo pesquisa do Silveira (2005, p. 63), esta desvalorização dos papéis das companhias brasileiras criava um desestímulo para elas abrirem capital e conseqüentemente a utilizar com freqüência o mercado de ações como forma de captação de recursos. Por fim a falta de interesse pelo mercado de capitais fez com as empresas, no ano de 2001, não aderissem ou buscassem a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Com o crescimento e as recentes mudanças na economia brasileira, após o ano de 2001, atrelado a necessidades de boas práticas de governança corporativa, em 2010 está comprovada a importância assumida pelo Novo Mercado e a crescente adesão das companhias às suas regras.

Conforme informações registradas na BOVESPA, foram elevadas as distribuições primárias de ações realizadas ao longo de 2009 e vários IPO's, foram feitos por companhias cujas ações são listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, especialmente o nível 2 e o Novo Mercado. Diferentemente do cenário de 2001, há um relevante crescimento em 2010, com um número de 106 empresas listadas no Novo Mercado e 19 empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa da BOVESPA (Fonte site da BOVESPA).

2.2 CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

2.2.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

Segundo Oliveira (2006, p. 164): “As melhores práticas de governança corporativa representam o conjunto de todas as orientações básicas que as empresas devem seguir para consolidar moderno e otimizado modelo de gestão [...]”

Em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que contribuiu para o desenvolvimento e difusão da governança corporativa no Brasil. Em 1999 o IBCA passou-se a chamar de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que no mesmo ano divulgou o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa (maio de 1999).

Como o tema evoluiu no Brasil, o IBGC já realizou revisões em seu código, hoje estamos na quarta revisão do Código, o instituto tem procurado captar as principais mudanças internacionais e adaptá-las ao contexto nacional.

Neste processo de aprimoramento do Código, segundo o IBGC, são consultadas diversas fontes para coleta de informações, tais como: entidades governamentais, entidades de mercado, associações de classe, associações profissionais e indivíduos de reconhecida competência na matéria, além de entidades internacionais que cumprem mesmo papel do IBGC.

Outro ponto importante é que o código do IBGC tem as mesmas finalidades da cartilha da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, mas não há nenhum assunto conflitante pois ambos documentos tem a mesma finalidade, incentivar as boas práticas de governança corporativa.

Comenta Oliveira (2006, p. 164-165) que os focos básicos dos dois instrumentos são: transparências nas informações; equidade de tratamento dos acionistas e adequada e realista prestação de contas.

Alguns pesquisadores salientam que as empresas brasileiras possuem um importante e moderno modelo de gestão corporativa que é o Código instituído pelo IBGC. Quando o tema é governança corporativa, basta consultar o Código IBGC.

2.2.2 Melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC

2.2.2.1 Propriedade

Para evitar os conflitos entre acionistas minoritários e controladores o IBGC recomenda as seguintes práticas de governança corporativa:

Direito do voto: assegurado a todos os sócios. Toda ação ou quota de capital corresponde a um voto.

Acordos entre os sócios: os acordos para venda ou compra de ações ou quotas de capital da empresa devem ser disponibilizados a todos os sócios. As alterações contratuais ou rescisões devem estar arquivadas na sede social.

Assembléia geral: a assembléia geral ou reunião dos sócios é o órgão soberano da sociedade. Conforme Oliveira (2006, p. 61): “[...] a Assembléia Geral representa o órgão máximo, de onde devem advir as principais questões da empresa.”

Direito ao *tag along*: A oferta de compra de ações ou quotas resultantes em transferência do controle societário deve ser dirigida a todos os sócios, com preços transparentes e não apenas aos detentores do controle acionário; quando ocorrer a alienação da totalidade do bloco de controle, o adquirente deve conceder oferta pública a todos os acionistas nas mesmas condições do controlador (*tag along*).

Conflitos entre os sócios: a recomendação do IBGC é que seja resolvido através de arbitragem.

Liquidez das ações: As empresas de capital aberto devem manter em circulação o maior número possível de ações e estimular a sua dispersão, para beneficiar a liquidez desses títulos (*free float*).

2.2.2.2 Conselho de Administração

A Lei brasileira determina obrigatoriedade do conselho de administração desde do ano de 1976 (OLIVEIRA, 2006, p. 66). O IBGC aprofundou-se no tema e através de diversas pesquisas elaborou suas recomendações:

Conselho de Administração: recomendado para todas as empresas independentemente de sua constituição societária.

Responsabilidade do Conselho de Administração: deve ser normatizadas através de um regimento interno da companhia.

Comitê de Auditoria: o Conselho de Administração deve estimular a criação do Comitê de Auditoria, com a finalidade de analisar as demonstrações financeiras, promover a supervisão e a responsabilização da área financeira, assegurar que a diretoria crie controles internos confiáveis. Os auditores independentes devem avaliar as práticas da diretoria e da auditoria interna. O comitê de Auditoria, também, deve verificar o cumprimento do código de conduta da organização.

Número de Conselheiros: O IBGC recomenda que o conselho seja formado entre 5 a 9 conselheiros todos eles independentes (não tendo nenhum vínculo com a empresa).

Segundo Oliveira (2006, p. 93): “Os conselhos de Administração das empresas brasileiras possuem, em média, sete conselheiros – num intervalo de 5 a 9 conselheiros -, contra 13 na França e 14 nos Estados Unidos.”

Reuniões do Conselho: os procedimentos são formalmente estabelecidos, tais como: datas e pautas de reunião, documentação e preparação das reuniões, atas das reuniões, entre outros.

2.2.2.3 Gestão

O modelo de gestão de uma empresa congrega o estilo administrativo e o conjunto dos instrumentos administrativos consolidados na empresa. O IBGC recomenda as seguintes práticas de gestão em uma empresa:

Executivo principal (CEO): deve prestar contas ao Conselho de Administração e é também o responsável pela execução de diretrizes fixadas pelo conselho. O Conselho de Administração deve aprovar a indicação dos diretores feita pelo CEO.

O CEO e os demais diretores são responsáveis pelo relacionamento transparente com as partes interessadas (*stakeholders*).

Na prestação de contas, a diretoria deve procurar a transparência, objetividade e clareza (princípio fundamental da governança corporativa).

O CEO é responsável pela avaliação da diretoria e o resultado da avaliação deve ser passado para o Conselho. Quanto a avaliação do CEO, é responsabilidade do Conselho de Administração.

Relatório anual: considerado de suma importância pela sua abrangência na divulgação das informações sobre a organização.

O relatório anual deve conter a mensagem de abertura escrita pelo presidente do conselho de administração ou da diretoria, o relatório de administração e uma série de demonstrações financeiras acompanhadas, quando for o caso, do parecer da auditoria independente e do conselho fiscal, se houver.

Código de conduta: a diretoria deve desenvolver um código de conduta que deve ser aprovado pelo conselho de administração; ela deve zelar pelo seu cumprimento.

2.2.2.4 Auditoria Independente

Auditoria externa: segundo o IBGC, toda empresa transparente deve ter auditoria independente para verificar se suas demonstrações financeiras refletem a realidade da organização. A CVM e o IBGC recomenda que a auditoria externa seja contratada por um período predefinido.

Contratação da auditoria: deve ser aprovada por um Comitê de Auditoria e pelo Conselho de Administração. Também, recomenda-se avaliações da auditoria quanto ao seu desempenho e independência, para que não haja nenhum conflito de interesse, principalmente quando os mesmos auditores prestarem outros tipos de serviços.

De acordo com Oliveira (2006, p. 67-68) recomenda-se que as auditorias externas sejam focadas somente no parecer das demonstrações contábeis e as auditorias internas sejam concentradas no modelo de gestão das empresas. Também, recomenda-se que sejam duas empresas distintas para serviços de auditoria externa e interna.

2.2.2.5 Conselho Fiscal

Embora recomendado pelo IBGC o Conselho Fiscal não é um órgão obrigatório perante a legislação brasileira. O Conselho Fiscal tem como principais atribuições à fiscalização dos atos da administração, dar opiniões sobre a tomada de contas, emitir parecer e prestar informações aos acionistas.

O Conselho Fiscal é determinado pelos acionistas através de AGO (Assembléia Geral Ordinária) e sua composição deve ser formada por pessoas com conhecimento quanto ao segmento de atuação da empresa, além de uma diversidade de experiências profissionais.

O Conselho Fiscal deve acompanhar os trabalhos tanto dos auditores internos quanto dos auditores externos.

2.2.2.6 Conduta e Conflito de Interesses

Toda organização deve ter um código de conduta que comprometa administradores e funcionários; ele deve ser redigido pela Diretoria, segundo os princípios e políticas definidos pelo Conselho de Administração e por este aprovado. No código de conduta, recomenda-se a definição das responsabilidades legais, sociais e ambientais.

Para não haver conflito de interesses, é necessário que a pessoa seja independente em relação à matéria que está em discussão, para não influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses diferentes daqueles da organização.

2.3 AVALIAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.3.1 Avaliação da gestão corporativa

As empresas com governança corporativa estruturada, de acordo com as recomendações do IBGC ou CVM, devem passar por avaliações para evoluir e

melhorar seus processos de gestão, gerando maior confiabilidade perante a seus acionistas e partes envolvidas.

Oliveira (2006, p.137) confirma esta tendência:

“A avaliação da governança corporativa pode ser efetuada pela aplicação de um conjunto estruturado de indicadores de desempenho, principalmente porque esse procedimento consolida um processo sistemático, evolutivo e acumulativo de avaliação de toda a empresa.”

Esta avaliação é importante para a empresa e para o investidor, pois tudo o que acontece de ruim ou de bom nas empresas é atribuído à gestão corporativa, e não se pode fugir da responsabilidade de mensurar através de indicadores o desempenho da organização.

2.4 INDICADORES DE DESEMPENHO

2.4.1 Conceito de indicador e o BSC

Indicador de desempenho é o parâmetro e o critério pré-estabelecido que permite a avaliação e monitoramento de uma determinada atividade na empresa ou negócio. (OLIVEIRA, 2006, p. 137).

Uma grande parte dos indicadores de desempenho é da área econômico-financeira da companhia; no entanto, alguns autores ou mesmo pesquisas sugerem a aplicação de indicadores não econômicos ou índices não financeiros das áreas de negócios que fundamentem o desempenho da gestão da empresa.

Oliveira (2006, p.137-138) sugere para que as empresas brasileiras adotem o modelo americano BSC (*Balanced Scorecard*) como indicador de avaliação para índices não financeiros.

O *balanced scorecard* (BSC) é um sistema de avaliação de desempenho empresarial e seu principal diferencial é reconhecer que os indicadores financeiros, por si mesmos, não são suficientes para medir o desempenho, uma vez que só mostram os resultados dos investimentos e das atividades, não contemplando os impulsionadores de rentabilidade à longo prazo.

O BSC complementa as medições financeiras com avaliações sobre o cliente, identifica os processos internos que devem ser aprimorados e analisa as possibilidades de aprendizado e o crescimento, assim como os investimentos em recursos humanos, sistemas e capacitação que poderão mudar substancialmente todas as atividades da empresa.

Silva (2006, p. 57) confirma esta tendência e comenta sobre a importância dos indicadores não financeiros para formar e elevar o nível do valor das empresas em mercados competitivos.

Em seu estudo, Silva (2006, p. 57), aponta 8 fatores importantes para servir de base estratégica para empresa como diferencial competitivo, sendo 5 indicadores não financeiros:

- Inovação;
- Qualificação de gestão administrativa;
- Talentos dos empregados;
- Qualidade dos produtos e serviços;
- Responsabilidade social;
- Valor dos investimentos a longo prazo;
- Solvência financeira;
- Uso dos ativos da empresa;

Estes indicadores de desempenho sem dúvida podem contribuir para uma avaliação estruturada da governança corporativa. O grande desafio das empresas brasileiras atualmente é encontrar pessoas capacitadas para encarar as constantes mudanças tecnológicas dos negócios para competir num ambiente de acirrada concorrência. (SILVA, 2006, p. 58).

2.4.1.1 Indicadores financeiros

Como o próprio nome sugere, podemos conceituar os indicadores financeiros como aqueles indicadores que medem o desempenho ou a saúde financeira da empresa. Todos os indicadores de desempenho econômico-financeiros têm o seu ponto de partida nos registros contábeis.

São vários indicadores financeiros, mas podemos dividi-los em dois grupos:

Convencionais: ligado as atividades da empresa e aos resultados operacionais;

Estratégicos: relacionados aos investimentos, captação de recursos, alavancagem financeira e resultados ressaltados pelo desempenho das ações da companhia nas Bolsas de Valores.

Apesar da BOVESPA precificar o valor das ações das companhias com cotações diárias e avaliar a governança corporativa a cada 4 meses através de seu índice (IGC – Índice de Governança Corporativa), os investidores e as empresas, também devem estar atentos aos indicadores financeiros pois estes indicadores influenciam muito o valor das companhias no mercado de ações, tanto no curto prazo como no longo prazo.

2.4.1.2 Indicadores financeiros estratégicos

Os indicadores financeiros permitem aos gestores e investidores avaliarem a gestão econômico-financeira da empresa quanto a sua rentabilidade, nível de atividade, estrutura de capitais, capacidade de pagamento de dívidas e gestão do capital de giro.

Os elementos para análise dos indicadores financeiros incluem no mínimo a Demonstração de Resultado e o Balanço Patrimonial da empresa, os quais podem ser consultados pelos investidores no site da CVM ou mesmo no site da empresa que o investidor já investe ou deseja adquirir seus papéis como investimento.

Como são diversos indicadores, serão apresentados os principais indicadores estratégicos, conforme Silva (2006, p. 58-59):

Indicadores de Investimento: os desempenhos dos investimentos podem ser analisados sob as óticas de performance global (avaliação dos Ativos: Total, Permanente, e de Giro, o qual representa o ativo circulante e o não circulante); fonte de recursos dos investimentos; demonstração dos investimentos permanentes; e capital de giro. (SILVA, 2006, p. 58).

Indicadores da estrutura de capital: sua análise deve ser tomada como base nos recursos próprios da empresa e de terceiros que a financia. Essa estrutura representa o endividamento de longo prazo (Passivo não circulante) e do Patrimônio

Líquido, que forma o Capital Permanente, que por sua vez investe recursos considerando o total do Capital Circulante Líquido, Ativo Não Circulante e Ativos Permanentes.

Quanto mais elevada for a relação de alavancagem entre o Passivo não Circulante e o Patrimônio Líquido, maior será o risco a longo prazo da empresa.

Indicadores de alavancagem financeira: são considerados importantes pois estes indicadores tem influência na precificação das companhias listadas em Bolsa de Valores. Segundo Silva (2006, p. 59): “[...] representa o aumento da rentabilidade de seu Patrimônio Líquido com a utilização de endividamento adequado [...]”

Este indicador é bom quando a taxa de juros da instituição financeira, em que a empresa captou recursos, for menor que a taxa de rentabilidade dos ativos aplicados.

2.4.1.3 Indicadores econômico-financeiros operacionais e estratégicos

São indicadores importantes para que a empresa avalie sua performance operacional e a qualidade da informação na administração de fluxo de caixa. Oliveira (2006, p. 140) descreve de forma sintetizada alguns indicadores convencionais relevantes para medir a eficiência operacional de uma empresa:

Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido: Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido;

Liquidez corrente: Ativo Circulante dividido pelo Passivo Circulante, o qual mede a capacidade da empresa de saldar seus compromissos imediatos;

Margem Bruta: total das vendas menos o custo dos produtos e serviços vendidos, dividido pelo total das vendas. Mede o equilíbrio entre as receitas e as despesas da empresa analisada;

Geração de caixa: saldo médio de caixa dividido pelo total das vendas. Mede o equilíbrio entre as contas a receber e as contas a pagar, bem como a velocidade do fluxo de caixa.

Também temos alguns indicadores econômico-financeiros que podem ser considerados como indicadores não convencionais ou mesmo indicadores de uma versão moderna de análise, entre eles destacam o EBITDA, EVA e o MVA.

Silva (2006, p. 60) conceitua o EBITDA como:

EBITDA: é a abreviação de uma expressão de origem inglesa (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), que significa lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Em português, a sigla é LAJIDA. Em outras palavras, EBITDA é o caixa gerado pelos ativos tipicamente operacionais.

Silva (2006, p. 62) conceitua o EVA como:

Valor Econômico Agregado (EVA): versão moderna do lucro, é um novo indicador que verifica se o capital investido está sendo corretamente remunerado, e por isso um grande número de empresas, não apenas no Brasil, mas no mundo, vem medindo o seu resultado através do EVA, sigla de uma expressão de origem inglesa (*Economic Value Added*), que significa Valor Econômico Agregado, ou Valor Econômico Adicionado.

MVA: assim como o EVA, existe outro mecanismo para a medição de eficiência da produtividade dos ativos da empresa, que é o *Market Value Added* (MVA), ou melhor, Valor de Mercado Agregado. (SILVA, 2006, p. 64).

Indicadores de geração de caixa das empresas vêm tendo mais prestígio do que o lucro nos gerenciamentos estratégicos e operacionais, uma vez que vários níveis de apropriação podem ser feitos para os lucros, haja vista os inúmeros casos nacionais e internacionais de manipulação contábil dos demonstrativos financeiros de grandes companhias; além disso, têm sido muito utilizados indicadores de desempenhos relativos à geração de caixa das atividades empresariais.

O resultado econômico positivo, que corresponde ao lucro de uma empresa, pode ser diferente do resultado financeiro, que é a geração de caixa. Existe diferença entre o lucro e geração de caixa, mesmo que se tenha liquidez de caixa não se pode afirmar que a empresa terá lucro ao longo do tempo.

O Caixa representa os resultados, que são utilizados para a tomada de decisão financeira e representa a disponibilidade imediata, enquanto o lucro é visto como resultado econômico contábil, inclusive sujeito à manipulação, caso não seja devidamente auditado.

2.5 INDICADORES DE DESEMPENHO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO IBOVESPA

2.5.1 IGC – Índice de Governança Corporativa

Silva (2006, p. 42) conceitua o IGC da seguinte forma:

O IGC é um índice do qual só podem fazer parte ações de empresas que tenham transparência de informações aos acionistas; prestação de contas à comunidade, aos clientes, credores, empregados, investidores e ao governo; concessão de direitos iguais aos acionistas minoritários e majoritários; respeito ao meio ambiente e ação social. A cada quatro meses, as ações que integram a carteira do índice passam por uma reavaliação.

O IGC começou a ser calculado a partir de julho de 2001; sua base foi fixada em 1.000 pontos na data de sua implantação. Ele inclui todas as empresas admitidas à negociação nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado de governança corporativa.

O índice (IGC) não é baseado em questionários enviados as empresas. Suas perguntas são respondidas a partir fontes públicas divulgadas pelas empresas na CVM e para o mercado. O IGC avalia quatro categorias: transparência, composição, funcionamento do conselho, estrutura de controle e propriedade e direito dos acionistas.

O IGC funciona como uma ferramenta de avaliação da qualidade da governança corporativa e reflete diferentes atributos de governança, que não são exigidos pela legislação, mas são considerados como boas práticas de governança corporativa pelos padrões internacionais. O índice utiliza recomendações do IBGC, da CVM, além das regras exigidas pela própria BOVESPA.

2.5.2 Índice *Tag Along*

A partir do estudo de Silva (2006, p. 43) pode-se destacar este índice da seguinte forma:

A BOVESPA lançou no final de junho de 2005 o índice *tag along* (ITAG), com o propósito de medir o comportamento das ações de companhias que oferecem aos acionistas minoritários o direito de receber o mesmo valor ou pelo menos um percentual do que foi pago ao controlador, quando ocorre a troca de controle. Esse instrumento é conhecido como *tag along*.

A atual Lei das Sociedades por Ações institui que as empresas abertas ofereçam aos minoritários detentores de ações ordinárias pelo menos 80% do valor pago pelo controle (Fonte site BOVESPA).

O primeiro questionamento que surge é o fato de a Lei não determinar nenhum percentual de *tag along* para as ações preferenciais. No Chile, no México e na Espanha os acionistas minoritários recebem o mesmo valor que o acionista controlador. (SILVA, 2006, p. 43).

No Brasil, segundo estudo de Silva (2006, p. 43), o direito ao *tag along* se destaca da seguinte forma:

[...] existem correntes que incentivam as companhias a pagar além da determinação da Lei. As empresas listadas no nível 2 precisam dar *tag along* de 100% para as ordinárias e de 70% para as preferenciais, enquanto no Novo Mercado, no qual estão apenas empresas com ações ordinárias, todos os acionistas devem receber *tag along* de 100%.”

2.5.3 Índice de Sustentabilidade Empresarial

A partir do estudo de Silva (2006, p. 45) podemos destacar este índice da seguinte forma:

A BOVESPA lançou em dezembro de 2005 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Desde julho de 2005, já estava disponibilizado o questionário a que as empresas têm de responder para se candidatar a fazer parte do índice, o qual está disponível para críticas e sugestões nos sites das sete instituições que compõem o conselho consultivo do índice, além do site da própria Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV/SP), responsável pela metodologia do ISE.

O índice tem um limite máximo de empresas porque quanto maior o universo, mais flexíveis são os critérios, sendo que o propósito é capturar o que há de melhor em termos de sustentabilidade. Segundo Silva (2006, p. 45) mais de 150

empresas foram avaliadas e apenas as 40 melhores classificadas compuseram o índice.

Depois de um processo de revisão dos questionários, as empresas tiveram que responder a 136 questões disponíveis nos sites dos órgãos institucionais. As questões estão divididas em quatro grupos: social, econômico-financeiro, ambiental e governança corporativa.

Existem três índices do gênero no mundo (Estados Unidos, Inglaterra e África do Sul), mas as questões de governança corporativa estão incluídas em um dos três outros grupos: sociais, econômico e ambiental. Entretanto, pela importância que o assunto tem em nosso país, decidiu-se tratar a governança como um grupo específico.

As questões avaliam: política (indicadores de comprometimento), gestão (indicam planos, programas, metas e monitoramento), desempenho (indicadores de performance) e cumprimento legal (avaliam o quanto as empresas cumprem a legislação).

Quanto a parte da governança, está dividida em: propriedade, conselho, gestão, auditoria e fiscalização e conflitos de interesse.

2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA E A GERAÇÃO DE VALOR PARA AS EMPRESAS

2.6.1 Incentivo a geração de valor

A boa governança corporativa depende de condições estabelecidas pelo modelo de gestão das companhias e como este modelo é estruturado para garantir os direitos de quem investe e quem acredita na organização, como os provedores de recursos que viabilizam os projetos lucrativos das empresas, ou mesmo aqueles que estão diretamente envolvido com a administração da empresa.

Neste conceito podemos ter os empreendedores e os fornecedores de capital. Silva *et al* (2007, p. 23) afirmam que:

Um dos traços das economias modernas é a separação entre os empreendedores e fornecedores de capitais. Pessoas com bons projetos e capacidade de geri-los não necessariamente são aquelas que possuem recursos pra implementá-los. Deste modo, impõe-se à necessidade de um sistema de intermediação entre empreendedores e detentores de recursos: o sistema financeiro.

No passado muitos economistas deram pouca importância a estrutura do sistema financeiro. Segundo Silva *et al* (2007, p. 23) os economistas acreditavam que os recursos naturalmente fluíam dos poupadores para os projetos mais produtivos.

Esta teoria ao longo dos últimos anos foi sendo alterada ou mudada com vários argumentos. Silva *et al* (2007, p. 24) afirmam que inúmeros estudos apontam que os problemas de assimetria de informação existentes entre empreendedores e investidores muitas vezes inviabilizam o financiamento de projetos altamente produtivos.

Pessoas ligadas às idéias empreendedoras possuem maiores informações quanto ao retorno de um projeto que queiram por em prática do que as pessoas financiadoras do capital.

Neste contexto, surge o problema de informação, caracterizado pela destinação de recursos a projetos ou mesmo empresas com pouca liquidez e pouco retorno. Um país nesta condição desperdiça muito potencial de expansão econômica. As empresas têm que estar atenta para este problema, sua liquidez e valorização depende muito dos financiadores de recursos e das pessoas que viabilizam idéias lucrativas.

Silva *et al* (2007, p. 24) citam que há estudos em que mostram que os níveis de desenvolvimento, intermediários financeiros e do mercado acionário afetam a taxa de crescimento dos países.

Não resta dúvida que o desenvolvimento do mercado de capitais é um mecanismo para a promoção do crescimento econômico de um país. Segundo Silva *et al* (2007, p. 24):

“Complementarmente, uma outra linha de pesquisa iniciada nos anos 90 mostra que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários entre eles, credores e acionistas [...]”

Os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações das empresas, da possibilidade de os investidores negociarem volumes expressivos de ações em que com isto alterem significativamente o preço destas. Um mercado de ações com baixa liquidez deve oferecer aos investidores um prêmio que as torne atrativas com um menor preço. Baixa liquidez tem uma influência negativa na precificação das ações das companhias.

A liquidez do mercado depende muito dos participantes, ou seja, quanto maior o número de provedores de recursos que estão dispostos a investir maior será a liquidez e atratividade no mercado de capitais. Portanto a presença do investidor minoritário é uma condição importante para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Segundo Silva *et al* (2007, p. 25):

Para um mercado desenvolvido de capitais em que os provedores de recursos tenham seus direitos assegurados é necessário políticas claras de boa prática de governança corporativa, do contrário, os provedores de recursos tidos como minoritários preferirão aplicar os seus recursos em investimentos mais seguros. A participação de minoritários está condicionada à eficácia da proteção aos seus direitos, como regras claras de governança corporativa e transparência de informação pela companhia da qual o minoritário está aplicando os seus recursos.

Mas não se pode apenas atribuir a governança corporativa como um mecanismo de proteção tão somente ao investidor minoritário, ela é uma ferramenta de gestão que protege também a empresa, cria valor para organização, protege os credores e também cumpre o seu papel social de gerar riqueza para uma nação.

Para fortalecer o mercado de capitais brasileiro, viabilizar projetos lucrativos, gerar valor e proteger os acionistas que são a fonte de recursos, as empresas devem atentar para alguns conceitos e princípios, que podem ser resumidos da seguinte forma, de acordo com Silva *et al* (2007, p.25):

Boa governança: se desenvolve em torno dos princípios básicos da transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Os objetivos da governança são a criação de valor para os sócios e para os demais parceiros, a melhoria do desempenho operacional e a maior facilidade de captação de recursos a custos mais baixos, assegurando a perenidade da organização e atendendo aos seus objetivos econômicos, ambientais e sociais.

Os Agentes da governança corporativa são todos aqueles que possuem interesse e responsabilidade sobre os atos da sociedade. Eles incluem proprietários, conselheiros, diretores, conselhos fiscais, auditores e demais partes interessadas.

Deve haver clara distinção de papéis entre “propriedade” e “gestão”, e a esfera de atuação de cada grupo deve estar refletida no estatuto (contrato) social e nos regimentos internos.

O princípio da equidade recomenda que a cada ação (ou cota de capital) corresponda um voto. Isto significa a inexistência de “capital sem voto”.

Independentemente de sua forma societária e de ser companhia aberta ou fechada, toda sociedade deve ter um conselho de administração, eleita pelos sócios, sem perder de vista todas as demais partes interessadas (*stakeholders*), o objetivo social e a sustentabilidade da sociedade a longo prazo. Os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse da sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou elegeu.

2.6.2 Valor da empresa com base em gestão corporativa

Os benefícios da boa governança corporativa para as empresas não se resume somente ao acesso fácil de capital e a um custo menor, também, pode ter influência na gestão da empresa e conseqüentemente na geração de valor para os acionistas.

“A governança corporativa cuida das relações entre os acionistas e a alta administração de uma companhia, de modo que, através do gerenciamento da organização, resulte em aumento do seu valor de mercado.” (Silva, 2006, p. 46).

A alta administração das companhias deve buscar constantemente melhorias em seus processos de gestão e criar mecanismos eficientes de governança para competir globalmente. Para atingir este padrão de eficiência de gestão, o Conselho de Administração, deve ser o órgão responsável por traçar estratégias e estabelecer o planejamento que garantirá a continuidade da companhia no mercado.

Segundo Silva (2006, p. 46): “[...] a aplicação do capital exige direcionamento estratégico das companhias mediante um Conselho de

Administração e uma diretoria executiva atuantes, transparentes e independentes, em favor dos acionistas.”

Esta é uma exigência do mercado atual brasileiro. Cada vez mais os fundos de pensão e fundos de investimento aplicam seus recursos em papéis das empresas e a governança corporativa tem que mostrar regras claras de proteção a quem está financiando seu desenvolvimento.

O Conselho de Administração tem um papel importante para consolidar o modelo de gestão da empresa. Sua responsabilidade é de escolher a diretoria executiva que, por sua vez, é responsável por executar operações de natureza operacional para garantir que as metas corporativas sejam atingidas, proporcionando aumento de valor para empresa.

O Conselho de Administração participa ativamente do processo decisório das empresas e tem como principais partes integrantes do modelo de gestão os seguintes instrumentos administrativos (OLIVEIRA, 2006, p.111):

- Planejamento estratégico, onde são debatidas e decididas as principais questões que permitem estabelecer a direção a ser seguida pela empresa, visando ao maior grau de interação com o ambiente empresaria, onde estão os fatores não controláveis pela empresa;
- Projetos, que são decorrentes das estratégias, permitindo a sua estruturação e operacionalização ao longo do tempo e utilizando os recursos disponibilizados da melhor maneira possível;
- Processo decisório, que permite a adequada tomada de decisões com base nas informações estruturadas disponíveis para os conselheiros, cujas qualidades decisórias dependem das características e capacitações de cada conselheiro;
- Estrutura organizacional, da qual os conselheiros recebem os dados e informações e na qual disseminam as decisões que devem ser operacionalizadas e avaliadas.

A criação de um modelo eficiente de gestão voltado a decisões que irá impactar o futuro da empresa deverá passar pelo Conselho de Administração. Todo processo de gestão caracteriza-se pela necessidade de tomada de decisões, que também é um processo. O modelo de decisão deve construir o cenário, considerar as variáveis, analisar as circunstâncias de forma sistemática. Dessa forma, minimiza-se a possibilidade de erros, de desperdício de recursos, seja ele tempo, dinheiro ou pessoas. E nesse caminho, é possível estar mais próximo do alcance da eficácia empresarial, ou seja, de atingir os objetivos e metas definidas pelo planejamento anteriormente construído.

A decisão determinará o rumo que a organização deve tomar, entretanto, essa deve estar alinhada com o modelo de gestão adotado pela organização, como a missão, seus valores, políticas e seus objetivos. Outro fator importante a ser considerado é a geração de riqueza, a agregação de valor, o que envolve aspectos financeiros, econômicos, sociais e legais.

A empresa nasce para agregar valor a seus acionistas, funcionários, clientes, governo e para a sociedade como um todo e este pré-requisito deve ser considerado na avaliação e identificação da melhor alternativa. Segundo Silva (2006, p. 46): “[...] a governança corporativa deve estar em sintonia com os interesses dos acionistas, em compatibilização com os interesses dos funcionários, clientes, fornecedores, credores e da comunidade em que opera [...]”

Mas todo o processo decisório da companhia, seus controles internos, ou mesmo, a diretoria executiva deve passar por avaliações quanto à eficácia do modelo de gestão, então é papel também, do Conselho de Administração contratar auditoria externa e independente para atestar os mecanismos de gestão da empresa e atestar o trabalho da diretoria executiva. Segundo Silva (2006, p. 46-47):

“Quanto mais transparente for a governança corporativa de uma companhia mais valor ela tem, e quanto maior for o nível de credibilidade entre os acionistas de uma empresa, ela valerá mais. O mercado está interessado nessa visibilidade da organização e os investidores são estimulados a aplicar seus capitais nesse tipo de empresa.”

Muitos assuntos relacionados ao não crescimento do mercado de capitais de um país está co-relacionado com a falta de transparência na gestão das companhias e na ausência de instrumentos voltada à supervisão das mesmas. Os investidores enfrentam altos riscos quando os modelos de gestão das empresas são deficientes ou mesmo o tema governança corporativa não é posto em prática. Os valores das ações caem, a liquidez desaparece e o mercado tende a diminuir.

Conforme Silva (2006, p. 46):

“Um mercado acionário com crescimento sustentável necessita de companhias que se valorizem, que sejam empresas abertas, transparentes, imbuídas de cidadania, em que as administrações estejam voltadas constantemente para o aumento de produtividade, a redução de riscos para investidor, o aumento da visibilidade e da liquidez nas Bolsas de Valores, maior tendência para realizar grandes fusões ou *joint ventures* com outras organizações procurando aumentar seus valores.”

A prática de fornecer informações transparentes de gestão da empresa, como exemplo, informações ligadas à situação financeira, traduz para o mercado o compromisso da organização com as práticas adequadas de administrações corporativas.

Nos Estados Unidos, o poder dos minoritários vem sendo exercido com razoável força, o oposto do Brasil. Eles conversam com os administradores dando sugestões sobre mudanças de gestão, de recompra de ações, da fusão e incorporações com outras companhias, contratação de bancos de investimentos ou consultorias para auxiliar no aumento de valor da empresa, entre outros assuntos. Os fundos de pensão estão inclusos nesse grupo de minoritários. (SILVA, 2006, p. 47-48).

Silva (2006, p. 48) destaca resumidamente que pesquisas americanas demonstram que as empresas com bom desempenho de administração corporativa, têm um retorno de 2% a mais do que as suas concorrentes do mesmo segmento.

Outras pesquisas destacadas por Silva (2006, p. 48) revelam que os investidores pagariam um prêmio de até 11% pela companhia que pratica normas de governança corporativa e que diretores e presidentes pesquisados pagariam um prêmio de até 16% pela empresa com boa gestão corporativa.

Estas pesquisas reforçam a importância da governança corporativa na geração de valor para as companhias. No mercado de ações brasileiro, a BOVESPA estimula as boas práticas de governança corporativa como uma fonte de geração de valor para as companhias brasileiras incentivando a adotarem ou aderirem aos Níveis diferenciados de governança corporativa e conseqüentemente a preparar sua estrutura para adesão ao Novo Mercado, o que proporciona um destaque frente aos investidores e eleva o potencial de valorizações dos ativos da empresa.

O IBGC confirma a tendência de que as empresas brasileiras estão preocupadas com o seu modelo de gestão corporativo e com a sua valorização mercado de ações:

“Há uma quantidade maior de empresas interessadas em entrar na Bolsa privilegiando a transparência. Elas descobriram que existem investidores interessados em papéis de companhias voltadas para a governança, e que o mercado de capitais pode dar acesso a recursos a custos mais baixos.”

No passado a situação era diferente. O receito quanto a Legislação e a falta de regulamentação afastava o investidor do mercado de capitais e conseqüentemente tornava menos atrativo para as empresas brasileiras abrirem seu capital.

Conforme pesquisa de Silva *et al* (2007, p. 84), existe uma vasta evidência de desregulamentação no Brasil nos anos 90. A pesquisa aponta o período de privatizações no ano de 1997, em que os acionistas minoritários perderam o direito de *tag along* depois que o Governo introduziu uma mudança na legislação corporativa em 1997 para facilitar a transferência de controle nas privatizações. Esse direito, conforme os autores, só foi restabelecido no ano de 2001.

O Brasil é um caso interessante para se analisado, pois o debate sobre as estruturas de governança corporativa foi intensificado somente na última década, quando fatos como as privatizações, a abertura da economia, a entrada de novos investidores, especialmente estrangeiros e institucionais, estimularam novos esforços em direção a melhores práticas de governança corporativa. (SILVA, *et al*, p. 132).

Em suas pesquisas os autores SILVA *et al* (2007, p.132-133), confirmam que o Brasil começou a evoluir a partir do ano de 2001 com novos dispositivos legais e incentivos para as boas práticas de governança corporativa, como a alteração da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76) em 2001, com a edição da Lei nº 10.303/01 que mudou o percentual máximo de ações não votantes de 2/3 para 50% do capital, total, mas essa regra é obrigatória somente para as empresas que abrirem o capital depois de outubro de 2001 e para as novas companhias. Esse mecanismo permite que as empresas emitam ações sem perder o controle, sendo, portando, uma forma de separar o controle de propriedade.

Outro ponto importante no avanço brasileiro sobre o tema de governança corporativo foi que justamente nos anos de 2001 e 2002, em que o Brasil passava por reformulação da legislação e maiores incentivos para que as empresas aderissem um modelo gestão corporativa voltado à boa prática, existia uma crise internacional de confiança devido a uma série de escândalos que surgiram com a Enron, Arthur Andersen e várias outras instituições (SILVA, 2006, p. 49). Mas estes problemas no cenário internacional não impediram o avanço do Brasil no tema governança corporativa.

Como destacado ao longo desta pesquisa, houve iniciativas para as empresas brasileiras abrirem capital, melhorar a governança corporativa e gerar valor para os acionistas, como a criação dos códigos de boas práticas pelo IBGC e CVM, e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo, um novo segmento de listagem, voltado para ações de empresas que adotam voluntariamente melhores práticas de governança corporativa e transparência, além das normas exigidas pela legislação brasileira. (SILVA, *et al*, 2007, p. 132).

Para evidenciar o crescente amadurecimento brasileiro quanto às práticas de governança corporativa na última década, Silva (2006, p. 48) destaca:

“Especialistas apontam o ano de 2004 como o ano da governança corporativa. Essa afirmação se faz presente porque sete empresas fizeram ofertas públicas iniciais de ações, o maior número em oito anos, sendo que cinco aderiram ao Novo Mercado: Natura Cosméticos, Grendene, Dasa-Diagnósticos da América, CPFL Energia e Porto Seguro; duas aderiram ao Nível 2 da Bovespa: ALL América Latina Logística, que já era de capital aberto, e Gol Linhas Aéreas Inteligentes. Todas elas tiveram valorização de seus papéis, em níveis que chegaram a superar 90%, com elevada liquidez. Por isso, planejam novas iniciativas e atraem mais empresas para a idéia de abrir capital.”

O que aconteceu em 2004 demonstra a evolução do mercado de ações brasileiro e a preocupação das empresas em gerar valor, as empresas passaram a preocupar-se com as regras de governança corporativa.

Silva (2006, p. 50-54) relata diversos exemplos de companhias brasileiras que aderiram as boas práticas e geraram valor para seus negócios, resumidamente podemos citar algumas destas empresas:

- Gol Linhas Aéreas Inteligentes: foi um exemplo do poder da prática de governança corporativa, a empresa conseguiu captar cerca de US\$ 130 milhões no mercado com oferta de ações. Foi uma alternativa de captação de recursos a um custo baixo que propiciou a empresa fazer novos planos de acessos futuros ao mercado de capital para renovar sua frota de aviões a médio prazo (de 2006 a 2010).
- CPFL Energia: em 2004 lançou ações no mercado, além de reduzir o custo do capital, a empresa gerou valor a seus acionistas. A empresa conseguiu conquistar a confiança dos investidores brasileiros, ela se surpreendeu com a demanda de investidores brasileiros por seus papéis.
- ALL Logística: empresa que já era companhia aberta, mostrou resultados positivos na data de lançamento de suas ações no Novo Mercado, foi a mais negociada no BOVESPA. Os recursos obtidos na operação foram utilizados em projetos de expansão, que demonstra a preocupação da empresa com o futuro.
- Natura Cosméticos: foi uma das pioneiras a entrar no Novo Mercado, e sua conquista principal foi a de ganhar mais de 5 mil acionistas pessoas

físicas, mostrando grande receptividade do investidor, apesar da adesão inédita no Novo Mercado.

- Banco Itaú: sobressaiu-se na Bolsa, tornou-se o banco de maior valor de mercado na América Latina ao adotar a cultura de pereneidade. Criou-se uma clara política de geração de valor para o acionista do banco, o qual paga um dos melhores dividendos do segmento financeiro e tem programa de reinvestimento desses valores. Apesar de se achar ainda no Nível 1 da BOVESPA, foi uma das primeiras empresas a instaurar o *tag along*, fazendo da equidade um de seus principais diferenciais.

De acordo com estas pesquisas, comprova-se que é possível para as empresas atingirem resultados esperados com boas práticas de governança corporativa e que a gestão corporativa é tida como importante para geração de valor para os acionistas.

A geração de valor acontece quando se tem um negócio estrategicamente bem conduzido e administrado e com uma governança corporativa consolidada. Conforme destaca Oliveira (2006, p. 29):

“[...] principais benefícios para as empresas são o melhor tratamento das questões estratégicas, a consolidação de otimizado modelo de gestão, a melhor interação e equidade com os diversos públicos da empresa, a maior atratividade no mercado, a maior segurança na transparência de informações, a melhor atuação ética e social, a estruturação de novos conhecimentos e reestruturação de antigas funções, bem como a efetiva extrapolação das vantagens da governança corporativa para as empresas em geral.”

Em resumo boas práticas de governança resultarão numa gestão bem melhor, maximizando a geração de valor para os acionistas e as outras partes interessadas.

2.7 CRISES E OS EFEITOS NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DO BRASIL

Quais os impactos que as crises recentes tiveram na governança corporativa o Brasil?

Para uma resposta adequada quanto a essa questão, é necessário um estudo das recentes crises ocorridas nos últimos 15 anos, pois neste tempo que a governança corporativa no Brasil ganhou destaque. Neste período, as companhias de capital aberto e as demais empresas implementaram mudanças em suas

estruturas de acordo com a evolução e o aprendizado sobre o tema governança no Brasil.

2.7.1 Crise asiática – 1997

A Crise Asiática que teve como centro inúmeros escândalos bancários na região decorrentes da abertura cambial e desvalorização das moedas nos países que pertenciam ao bloco econômico que na época foi chamado de “Tigres Asiáticos”.

Segundo Silva *et al* (2007, p. 176) “[...] o período [...] para crise asiática compreende os meses de julho de 1997 a agosto de 1998 [...]”

Neste período o índice IBOVESPA sofreu uma brusca desvalorização, onde caiu dos 14.000 pontos para 4.000 pontos conforme pesquisa. (SILVA, *et al*, 2007, p.171).

Foi um período em que o Brasil ainda estava em um processo de aprendizagem sobre a importância da governança corporativa e a pesquisa evidenciou que as empresas com piores características de governança corporativa obtiveram pior desempenho no mercado de ações.

Não há muita evidência que a queda acentuada do IBOVESPA foi devido a falta de práticas de governança corporativa no Brasil, porém, os estudos de Silva *et al* (2007, p. 150), mostram que a legislação brasileira foi determinante neste período para a desconfiança dos investidores, principalmente quanto a questão de proteção aos minoritários.

Foi justamente nos anos de 1997 e 1999, que o Governo brasileiro realizou seu plano de privatizações em setores estratégicos da economia, do qual promoveu modificações essenciais na legislação societária para estimular as privatizações. Estas modificações feriram princípios básicos e gerais de proteção aos acionistas minoritários. Diversas empresas brasileiras adotaram, voluntariamente, instrumentos mais rígidos de proteção aos acionistas minoritários. (SILVA, *et al*, 2007, p. 150).

Destacam Silva *et al* (2007, p. 177-178) a fragilidade da legislação brasileira durante a crise asiática:

“[...] pelo fato de a Crise Asiática se enquadrar no período no qual a legislação societária brasileira esteve fragilizada, corrobora-se a evidência em relação à importância da lei em momentos extremos, como vivenciado diante de um choque tão brutal de retorno.”

Durante este período de choque de retorno as pesquisas evidenciaram que as empresas da qual possuíam, melhores políticas de distribuição de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor em seus retornos. As práticas mais rígidas de governança corporativa eram adotadas voluntariamente pelas empresas, segundo as pesquisas. (SILVA, *et al*, 2007, p. 152).

Esta crise trouxe um aprendizado para o mercado brasileiro e para nossos órgãos reguladores, alertou as entidades quanto à necessidade de reformulação na legislação brasileira e quanto ao tema gestão corporativa.

2.7.2 Desvalorização do Real – 1999

No ano em que IBGC publicou a primeira versão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (1999), ocorreu mais um período de choque de retorno no mercado de ações brasileiro, ocasionado pela desvalorização do Real. Surpreendentemente para as companhias brasileiras as mudanças no regime cambial brasileiro foram benéficas para valorização dos papéis das companhias.

Desvalorização do Real (janeiro de 1999 a janeiro de 2000): neste período o índice IBOVESPA sofreu forte valorização, seu índice subiu dos 6.000 pontos para 18.000 pontos conforme pesquisa. (SILVA, *et al*, 2007, p.171).

Mudanças nas regras cambiais para alguns países, como exemplo, os Asiáticos, geraram uma onda de incertezas e de crises no mercado. No Brasil ocorreu o oposto conforme evidencia pesquisa de Silva (2007, *et al*, p.178-179):

“O choque da desvalorização do real em 13 de janeiro de 1999 foi responsável por maior perspectiva de lucros para as empresas devido aos ganhos de competitividade advindos do fim do regime cambial anterior. Embora o mercado já tivesse trabalhando com a expectativa de mudanças do regime cambial, a data certa deste evento e o relativo sucesso economia brasileira na sua recuperação foram surpreendentes diante da experiência de outros países que sofreram o mesmo trauma da desvalorização [...]”

Segundo as pesquisas, para este evento de choque de retorno positivo, ficou confirmado que se tratava de apenas euforia dos investidores no mercado, com a possibilidade de ganhos maiores em bolsa por conta da competitividade e os reflexos positivos nos resultados das empresas. A governança corporativa aplicada ao Brasil, neste período, pouco teve influencia sobre o desempenho das empresas neste período de expansão econômica por conta da mudança na regra cambial brasileira.

2.7.3 Fraudes e corrupções – grandes escândalos – ano 2001

O ano de 2001 foi marcado por escândalos financeiros de empresas americanas por práticas gerenciais que feriam os princípios da boa governança corporativa como a transparência e a ética.

A admissão pelas empresas *Enron*, *WordCom*, *Adelphia*, *Tyco*, *Merrill Lynch*, *Global Crossing* e *Xerox* (Estados Unidos) de manipulações contábeis e lucros inflados gerou uma grande desvalorização dos índices de *Wall Street*. (SILVA, 2006, p. 115).

Para se entender a crise, conforme Silva (2006, p. 103-106), podemos resumir alguns dos acontecimentos de 2001:

Enron: utilizou mecanismos de fraude, chamado de contabilidade criativa. No dia 2 de dezembro de 2001, a *Enron*, sétima maior empresa dos Estados Unidos e uma das maiores companhias do setor de energia do mundo, com negócios em mais de 40 países, pediu concordata. Após dez dias, o Congresso americano iniciou uma análise sobre a quebra do grupo, que apresentava em seu balanço uma dívida de US\$ 22 bilhões de dólares.

WordCom: A segunda maior operadora americana de telecomunicações a longa distância e a primeira operadora mundial em serviços de internet, a *WordCom* representava no final dos anos 90 uma empresa símbolo da euforia americana. Da mesma forma que a *Enron*, a *WordCom* foi cobiçada pelos investidores que, de meados de 1998 à metade de 1999, multiplicaram por seis a sua cotação. Também teve sua queda com a descoberta de manipulações contábeis, que revelou uma dívida de mais de US\$ 41 bilhões.

Arthur Andersen: os escândalos também levaram a *Arthur Andersen*, uma das cinco maiores empresas do setor de auditoria, a fechar as portas no dia 30 de agosto de 2002. O motivo principal foi à acusação de compactuar com a *Enron* e também destruir documentos da companhia após saber que as autoridades federais queriam vê-los.

Xerox: depois do escândalo da *WordCom*, a *Xerox* dos Estados Unidos admitiu em junho de 2002 que inflacionou em US\$ 1,9 bilhão o seu resultado nos últimos 5 anos, contabilizando de uma única vez, vendas de equipamentos que seriam pagos a longo prazo. Porém a empresa concordou em corrigir a sua contabilidade e pagar uma multa de mais de US\$ 10 milhões aos órgãos de controles americanos.

Adelphia: sexta maior empresa de TV a cabo dos Estados Unidos, ela foi acusada de esconder dos acionistas dívidas no valor de US\$ 2,3 bilhões. As manipulações contábeis causaram prejuízos de até US\$ 60 bilhões para os acionistas. As ações da empresa que chegaram a ser cotadas em US\$ 86 a unidade fecharam em US\$ 0,15, no dia 24 de julho de 2002, um dia após a prisão dos fraudadores.

Em resposta a estas falhas de governança, foi criada a *Lei Sarbanes-Oxley*, aprovada em julho de 2002, a Lei contribuiu de forma significativa para regras de gestão corporativa e esta foi a principal contribuição do pós crise de 2001, o resgate da confiança dos investidores nas empresas

Oliveira (2006, p.15) destaca esta importância:

É importante lembrar que a *Lei Sarbanes-Oxley*, idealizada pelos congressistas norte-americanos Paul Sarbanes e Michael Oxley, nasceu em resposta ao fato de a economia americana, que costumava se financiar fortemente através do mercado de capitais, naquele momento estar muito contaminada com seqüência de fraudes bilionárias e, portanto, era necessário resgatar a confiança da comunidade de investidores e manter a liquidez e a atratividade dos sistemas financeiro e empresarial do país.

Afirma Oliveira (2006, p. 14-15) que a *Lei Sarbanes-Oxley* baseia-se em quatro princípios:

- A conformidade legal e ética, ou seja, a Governança Corporativa não é simplesmente um assunto de boas intenções;

- A adequada administração e a correspondente prestação responsável de contas e dos resultados, incluindo a plena indicação dos responsáveis;
- A adequada transparência e veracidade das informações disponibilizadas aos diversos públicos interessados; e
- O senso de propósito e de justiça nas várias decisões adotadas pela empresa.

Durante esta crise o índice IBOVESPA manteve-se nos 16.000 pontos na média. (SILVA, *et al*, 2007, p. 171). Novamente, observa-se a importância da boa governança. O Brasil neste ano estava avançando sobre o tema, com os incentivos da BOVESPA para as empresas ingressarem no Novo Mercado e com a criação da Lei 10.303, promulgada em outubro de 2001, que propiciou aos acionistas minoritários reduzirem os riscos e maximizarem sua participação no controle da empresa.

A inspiração principal era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor. Portanto, práticas de governança que proporcionassem o tratamento igualitário de acionistas eram fundamentais, além de outras regras de transparência e ética que ficou como aprendizado com a crise de 2001.

O principal processo de adaptação no pós crise de 2001, foi que as empresas brasileiras emissoras de ADRs na Bolsa de Valores americana tiveram que mudar sua estrutura de governança corporativa, para adequar-se aos rígidos controles implementados pela Lei *Sarbanes-Oxley*.

No pós crise as empresas brasileiras, evoluíram ainda mais na questão de governança corporativa, como aponta pesquisas da empresa de auditoria Deloitte Touche Tohmatsu:

Desde 2001, o número de emissores brasileiros listados na NYSE e na NASDAQ cresceu 9,4%, enquanto o número do total de companhias estrangeiras diminuiu 10,7%. “Essa tendência demonstra que as companhias brasileiras parecem prontas para enfrentar os novos desafios da Sarbanes-Oxley”, avalia Bruce Mescher, da Deloitte, que atribui a posição dos demais emissores estrangeiros a diversos fatores, entre os quais, as dificuldades que encontraram desde a emissão da Lei SOX, em 2002. (Deloitte, 2006).

2.7.4 Crise de 11 setembro – 2001

Silva *et al* (2007, p. 181) comenta que a crise de 11 de setembro de 2001, deflagrada por uma série de atentados terroristas contra os Estados Unidos, foi, indubitavelmente, um evento inesperado e relevante para o retorno dos mercados de capitais.

Durante este período, compreendido entre setembro de 2001 a fevereiro de 2002, o índice BOVESPA manteve-se próximo aos 10.000 pontos. (SILVA, *et al*, 2007, p.171).

Como aponta os estudos, houve um período de instabilidade econômica curto e sazonal. A economia brasileira teve recuperação rápida.

Nesta crise, na BOVESPA já havia as empresas de Nível I de governança corporativa e estudos comprovaram que, neste período, as empresas brasileiras com padrões mais rígidos de governança corporativa tiveram desempenho superior a 7% a outras empresas componentes do índice BOVESPA. (SILVA, *et al*, 2007, p. 183).

2.7.5 Crise econômica de 2008

2.7.5.1 Crise Financeira Global e o Comportamento da Economia Brasileira

Por desregulamentação do mercado financeiro e falta de adoções de boas práticas de Governança Corporativa, empresas financeiras ligadas ao mercado imobiliário americano, deram condições vantajosas de créditos a pessoas que não tinham condições de honrar seus compromissos no longo prazo. Promoveram acesso a capital especulativo que culminou em um efeito cascata para o mercado global e ocasionou uma grande crise nos mercados com restrição ao crédito, interrupções nos investimentos, quedas nos preços das commodities de metais e agrícolas, queda no consumo e conseqüentemente nos resultados das companhias.

Para que a crise seja compreendida, são necessárias algumas considerações: no mercado norte americano, as instituições financeiras realizavam negócios imobiliários e como garantia tomavam posse das hipotecas negociadas.

Quando o cliente liquidava seus compromissos, junto ao banco, recebia de volta a hipoteca.

Com a desregulamentação do mercado e pela característica tradicional americana de promover incentivos aos investimentos que proporcionam o crescimento das finanças de seus investidores, as instituições financeiras criaram um novo tipo de investimento, transformando as dívidas de hipotecas e todo tipo de dívida em títulos, somavam a outros títulos de origem diferente, e os vendiam no mercado do mundo todo. Os investidores por sua vez, ao adquirir estes títulos passaram a ter concessões de créditos para captar novos empréstimos, surgindo aí o termo “bolha especulativa”.

Mecanismos para proteger o valor destes papéis especulativos também foram criados, com a entrada das companhias seguradoras e os bancos que intermediavam operações de derivativos. Os títulos derivativos rendiam muito mais que as taxas de juros do Banco Central Americano e as empresas que faziam o seguro dos títulos especulativos passavam o risco para frente, intermediando negociações de rolagem da posição futura do título segurado e embolsando as comissões e os lucros nas negociações de intermediação.

Passou-se então a ter uma quebra de confiabilidade e ruptura do sistema de governança corporativa nestes mercados. As instituições financeiras e seguradoras manipularam o mercado de tal forma que as agências independentes de risco, especialmente as três principais, Standard Poors, Moody's e Fitch, deram aval positivo para esses títulos dando nota máxima de classificação.

Com aval positivo das agências de riscos, outras instituições passaram a operar no mercado com a aquisição desses títulos, no caso, fundos de pensão, corretoras e outras instituições oficiais regulamentadas, que por utilizar recursos da sociedade só poderiam comprar títulos com classificação positiva pelas agências.

O excesso de liquidez no mercado e cada vez mais investidores atraídos por estes ganhos especulativos criou um enorme crescimento no mercado imobiliário americano. Com o crédito acessível, aumentou o número de pessoas dispostas a adquirir casas, a demanda até então estava muito maior que a capacidade de construção das moradias pelas construtoras americanas. As pessoas que adquiriam estes imóveis tinham a sensação de um bom negócio, devido à grande valorização do bem. Os bancos atentos à valorização destes imóveis, ofereciam mais créditos imobiliários a seus clientes, que eram compostos entre o valor de mercado do bem e

o saldo da hipoteca; esses créditos eram reinvestidos na compra dos títulos especulativos.

Com atratividade dos papéis de origem do mercado imobiliário americano, as instituições financeiras começaram um verdadeiro rali, em busca de pessoas dispostas a investir nestes mercados, para ampliarem seus ganhos especulativos. Concederam créditos imobiliários a quem não tinha condições de honrar seus empréstimos, os chamados negócios “*subprime*”. O interesse das instituições financeiras estava na hipoteca que era a garantia do negócio e poderia ser transformada em outros títulos aplicados no mercado de derivativos, ao aplicar ou vender este título em outros negócios, o banco transferia o risco do negócio.

Nos últimos 3 anos houve uma queda na economia americana, que influenciou diretamente o comportamento dos investidores que ao menor sinal de riscos começaram um movimento de realização de títulos, embolsando os lucros do capital inicialmente investido (Fonte Infomoney on-line, 2009).

Torna-se então pública a crise criada em torno de papéis que não tem valor nominal e começou um processo de reversão da bolha especulativa: as instituições, empresas, fundos de pensão, corretoras e todos os agentes econômicos que adquiriram os títulos procuraram desfazer-se dos papéis mediante a venda no mercado. O movimento de realização dos papéis aumentava e ocasionava desvalorização e neste movimento, e com as notícias de crise no setor somados aos receios de mais perdas, criou-se uma grande corrida para desfazer dos títulos, o que acentuou ainda mais a sua desvalorização.

A notícia de uma crise aprofundada e sem precedentes levou os investidores à não comprar mais estes títulos e por fim os papéis perderam valor no mercado. Com desvalorização desses investimentos as empresas que operaram neste sistema passaram a reportar prejuízos pois seus ativos não tinham os mesmos valores antes do aprofundamento da crise. Como a operação estava ligada a investidores do mundo todo, houve uma grande restrição ao crédito, o que inviabilizou o financiamento das empresas pelas diversas regiões do mundo.

No mercado americano houve outros reflexos, como a desvalorização dos imóveis que estavam avaliados acima do preço de mercado; conseqüentemente os proprietários herdaram uma dívida muito maior do que o valor do bem. Muitos perderam seus imóveis, até porque na economia americana e na maioria dos

países, inexistem dispositivos legais para socorrer quem precisa de ajuda financeira para não perder sua moradia própria.

As grandes corporações também começam a sofrer enormes prejuízos e a crise já envolve o conjunto do sistema. Muitos discutiram se cabia uma intervenção do Estado sobre a economia, defendendo a tese que o Estado não podia intervir na economia, porém esta discussão rompeu barreiras porque o que estava em jogo era um sistema que mantinha empregos e financiava operações das empresas.

As autoridades governamentais dos Estados Unidos tentando amenizar e ampliar a liquidez dos bancos, injetou na economia estímulos em forma de empréstimos concedidos aos bancos, porém sem produzir efeito algum. Um dos cinco maiores bancos de investimentos dos Estados Unidos, o Bear Stearns, quebrou em meio à tormenta e o Banco Central Americano foi obrigado a financiar sua aquisição junto ao Banco J. P. Morgan. Posteriormente teve que emprestar recursos pela primeira vez aos bancos de investimento (setor não regulamentado) para salvá-los da insolvência, tendo como contrapartida os títulos sem valor nominal, que ninguém mais queria comprar.

Esta intervenção do Estado americano para conter os efeitos do cenário negativo da economia foi ineficaz e a crise já havia se instalado e teve como ponto alto à quebra do Lehman Brothers, um banco com 158 anos de existência, que não teve a mesma sorte do Bear Stearns e foi decretada a sua falência. O Merrill Lynch foi comprado pelo Bank of América e o Goldman Sachs e o Morgan Stanley deixaram de ser bancos de investimento. Em síntese, em poucos dias os cinco maiores bancos de investimento dos EUA desapareceram do cenário econômico, além de outros vários bancos americanos de menor expressão quebrarem (Fonte Infomoney on-line, 2009).

O cenário internacional mergulhou em uma crise ética de fraude empresarial em que as instituições manipularam os seus resultados, divulgando em seus balanços números que não refletiam sua posição patrimonial e ocultando possíveis perdas com instrumentos derivativos.

No Brasil a exemplo de outros países o aprofundamento da crise e a instabilidade começou a partir do mês de setembro de 2008, com a falta do crédito. A escassez do crédito levou as empresas a um processo de queda de produção, por não ter meios de acessos a financiamentos de sua produção e conseqüentemente,

queda da demanda, e no mercado internacional as commodities sofrem grandes retrações.

A confiança no setor de indústria foi mais afetada no Brasil por ser um país exportador de insumos básicos ou matérias primas, porém o setor de comércio também foi prejudicado. As restrições ao crédito e as incertezas do futuro afetaram economia brasileira e as empresas passaram a reportar prejuízos nos trimestres de divulgação do balanço durante a crise do mercado financeiro. O PIB (Produto Interno Bruto) teve que ser revisto em meio às projeções negativas do cenário macroeconômico, a economia brasileira entrou em “recessão técnica”: o PIB ajustado sazonalmente se retraiu na margem por dois trimestres consecutivos menos 2,9% no quarto trimestre de 2008 e 0,9 % no primeiro trimestre de 2009 (Fonte: FUNDAP, 2009, p. 2).

Segundo pesquisas do Grupo de conjuntura FUNDAP (2009, p. 1), as empresas brasileiras vinham sendo influenciadas pelo ciclo de expansão da econômica brasileira, favorecidas pela estabilização da moeda nos anos 90 e amadurecimento da governança corporativa, gerando valor e atingiram bons preços em seus papéis.

Economia aquecida requer investimentos e as empresas do setor industrial brasileiro que investiram maciçamente em sua capacidade produtiva para atender suas demandas, durante a crise, foram penalizada porque a partir do último trimestre de 2008 passaram a produzir abaixo de sua capacidade instalada e a um custo não muito competitivo pois o preço das matérias primas recuou no mercado internacional.

Neste último trimestre o resultado operacional das empresas ainda não foi sentido diante do aprofundamento da crise mundial, as empresas sentiram um forte aumento das despesas financeiras ocasionadas pela desvalorização do Real frente a outras moedas. A necessidade de investimentos acarreta em volumes acentuados de importação de equipamentos e partes e peças, gerando dívidas em outras moedas, também empresas que operam com dívidas em moedas estrangeiras passaram a realizar operações de mecanismos de proteção como hedge de moedas e com a desvalorização do Real, teve-se um número muito grande de empresas que perderam com derivativos (FUNDAP, 2009, p. 2-3).

Também em meio à situação de incerteza começou um movimento muito grande realização das ações no mercado financeiro brasileiro, o que levou a uma

acentuada saída de investidores da Bolsa de Valores, e acompanhando esta tendência as empresas sofreram forte desvalorização em seus papéis a partir do último trimestre de 2008.

Quanto ao início do exercício contábil de 2009, o primeiro trimestre, foi marcado pela queda do resultado operacional das empresas brasileiras principalmente as exportadoras de matérias primas. O consumo interno também sentiu os efeitos da crise com a queda do consumo de bens duráveis e elevação das taxas de desemprego, devido à necessidade de redução dos custos e de cortes nos planos de investimentos das empresas. Mas mesmo apresentando índices reais de desemprego, o mercado interno ajudou o país a contornar o buraco que engoliu o comércio exterior.

Alguns setores da economia não sentiram os efeitos da crise e seus resultados foram preservados, como o de serviços, que não são influenciados pelo mercado externo e nem pelo câmbio. Apenas o setor de energia elétrica sofreu uma pequena queda em função das empresas industriais e consumidoras atuarem abaixo de sua capacidade produtiva. O consumo interno manteve os resultados das companhias de energia elétrica preservados, porém seus papéis negociados no mercado financeiro sofreram forte desvalorização (Gazeta do Povo, 2010).

No primeiro trimestre de 2009, especificamente no setor do comércio, grandes empresas brasileiras de varejo sentiram os reflexos da crise na precificação de seus papéis na Bolsa de Valores, porém inúmeros incentivos de consumos, por parte do governo, ajudaram as empresas a terem pequenos ganhos operacionais. Este segmento de mercado seguiu uma tendência da economia brasileira que desde 2004 cresce mais de 4% ao ano e em determinadas regiões do país, como o nordeste, o crescimento chega a ser superior a 11%. Fenômeno pela qual a economia brasileira está sendo favorecida, pois houve um movimento favorável nos últimos anos como aumento da produtividade, aumento do salário real, ampliação do mercado e aumento no nível de emprego. Houve grande ascensão de famílias de baixa renda para a classe média, fator que influi positivamente no consumo interno (Gazeta do Povo, 2010).

Ao final do primeiro semestre de 2009, a economia brasileira deu sinais de melhora e as empresas apresentaram resultados mais consistentes, o que levou as equipes de governo anunciarem uma projeção do PIB para 1,1% no segundo

trimestre de 2009, em relação ao trimestre imediatamente anterior na série ajustada sazonalmente (FUNDAP, 2009, p. 4).

O foco principal da divulgação dos resultados foi às empresas do setor industrial principalmente as produtoras de commodities, e seguindo a tendência de um mercado ainda fragilizado pelos efeitos da crise, as companhias brasileiras apresentaram resultados operacionais considerados abaixo de sua capacidade operacional porém em relação ao quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 o lucro parou de cair e começou a estabilizar. Quanto aos resultados financeiros houve uma reversão de tendência, com a valorização do Real frente a outras moedas; as empresas que estavam com suas despesas financeiras altas devido aos instrumentos derivativos passaram a ter receitas financeiras com o aumento da valorização do Real (FUNDAP, 2009, p. 5).

Neste cenário o mercado financeiro brasileiro começou a ganhar confiança, voltou a receber um fluxo alto de investimentos principalmente do investidor estrangeiro, demonstrando que apesar da crise, os mecanismos de governança corporativa brasileira tem um alto índice de credibilidade (CEG, 2009, p.4).

Novamente o setor de destaque foi o do comércio, onde as empresas apresentaram melhoras em seu resultado operacional. O Mercado interno preservado e com iniciativas do governo para aquecer o setor, influenciaram positivamente as empresas brasileiras do comércio ao final do segundo trimestre de 2009.

Os últimos trimestres de 2009 foram de alívio para confiança dos empresários e Governo do Brasil. As empresas nos diversos setores da economia apresentaram lucros operacionais e recuperação da demanda produtiva, porém ainda com reflexos negativos quanto às exportações e ainda com resultados abaixo do nível pré-crise. As empresas brasileiras recuperaram seu valor de mercado e a Bolsa de Valores de São Paulo atingiu um padrão de valorização ao mesmo nível pré-crise.

As commodities se valorizaram, mas abaixo dos níveis pré-crise e os fluxos comerciais foram menores do que se previa devido a expansão da China e de outros países emergentes. As empresas brasileiras apesar de manter um nível bom de vendas de commodities tiveram um desempenho abaixo pressionado pelo câmbio desfavorável para exportações (FUNDAP, 2009, p. 7).

Ao longo do segundo semestre foram apresentados indicadores econômicos favoráveis e aumentou a confiança do investidor estrangeiro que passou ainda mais investir nas empresas brasileiras, fato que pressionou o câmbio brasileiro e levou o governo a intervir positivamente e criou mais um mecanismo de proteção a governança corporativa brasileira. Para conter o excesso de ingresso de capitais estrangeiros e voláteis no país, o governo brasileiro, em 20 de outubro de 2009 adotou uma taxaço sobre as aplicações em ações e renda fixa, o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), (Gazeta do Povo, 2009).

O objetivo foi de conter e afastar o capital de curto prazo, o chamado de capital especulativo que entra no país e sai rapidamente do país. O governo deseja atrair o investidor que vem para o país, compra ações e deixa o dinheiro. Porém ainda assim, o fluxo de investimento do exterior continuou alto e o Brasil foi considerado um país atrativo para investimentos e o governo não conseguiu controlar a grande entrada de capital externo, entrada de capital que estava influenciando negativamente o cambio e as empresas voltadas para o comércio exterior.

Apesar de vários pontos positivos e negativos na economia brasileira diante da crise, as empresas de diferentes segmentos apresentaram melhores resultados no último trimestre de 2009 e a perspectiva, para elas ao final de 2010, é de aumentos nos lucros operacionais a um padrão pré-crise. O Brasil sai mais fortalecido desta crise pois apresentou mecanismo de confiabilidade aos investidores (Valor Econômico, 2010).

2.7.5.2 Crise Financeira de 2008 e os Impactos na Governança Corporativa Brasileira

A crise financeira iniciada em 2008 foi um importante teste para governança corporativa das companhias no Brasil.

Segundo estudos da KPMG e o CEG (Centro de Estudos de Governança Corporativa – FIPECAFI) o saldo foi positivo pois as empresas brasileiras, após o período de agravamento da crise em setembro de 2008, apresentaram um alto índice de valorização. Estes dados também podem ser comprovados com a evolução dos índices do IBOVESPA e do IGC conforme tabela abaixo.

Tabela 1 – Índices BOVESPA

Períodos	Índices Nominais	
	IBOVESPA	IGC
set/08	49.541	4.726
out/08	37.256	3.639
nov/08	36.595	3.668
dez/08	37.550	3.697
jan/09	39.300	3.746
fev/09	38.183	3.601
mar/09	40.925	3.878
abr/09	47.289	4.582
mai/09	53.197	5.032
jun/09	51.465	4.944
jul/09	54.765	5.358
ago/09	56.488	5.528
set/09	61.517	6.060
out/09	61.545	6.033
nov/09	67.044	6.499
dez/09	68.588	6.779
jan/10	65.401	6.577
fev/10	66.503	6.625
mar/10	70.371	6.938
abr/10	67.529	6.786
mai/10	63.046	6.432

Fonte: BOVESPA (2010)

Comparando com novembro de 2008, onde o IBOVESPA atingiu o menor patamar durante a crise, verifica-se que em maio de 2010 o IBOVESPA valorizou suas ações em 172%. Também comparando com o mesmo período, nota-se que o IGC valorizou em 175%, acompanhando a tendência positiva da governança corporativa e do mercado de capitais brasileiro.

Segundo os dados do índice IBOVESPA e IGC, fica evidenciado que no momento do aprofundamento da crise (Setembro de 2008), houve uma saída muito grande investidores da Bolsa e posteriormente, a este período, nota-se que o investidor gradativamente foi voltando a investir, mostrando que não se tratava de um problema de confiabilidade quanto ao tema governança corporativa e sim uma preocupação com os resultados operacionais das empresas que estavam sendo influenciados pelas quedas das demandas.

O valor das empresas brasileiras, neste período de crise, desvalorizou muito em decorrência do pessimismo dos investidores quanto aos lucros em períodos futuros. A questão é que toda crise que pode vir afetar os resultados das empresas,

ocasionará em desvalorização do IBOVESPA e no valor de mercado das empresas em decorrência da saída do investidor da Bolsa.

Por meio de estudos o que se comprova é que em períodos voláteis da economia, ou chamados de períodos de estresse, as empresas vão perder valor. Porém as companhias com boas práticas de governança corporativa desvalorizam menos.

A Infomoney em 15 de abril de 2010 veiculou a seguinte notícia: “Desde 1997, pioneiras em governança corporativa dão retorno cinco vezes maior na Bolsa”. Também evidencia através de sua pesquisa o comportamento do valor da empresa em meio à crise:

“Os resultados são sentidos pelas próprias companhias. Os dados da pesquisa mostraram que, enquanto as empresas pioneiras em governança corporativa na América Latina registraram, entre 2005 e 2007, um lucro sobre patrimônio líquido de 21,7% em média, o restante das S/As latino-americanas obtiveram média de 16,7% no mesmo período.

E, mesmo depois da crise, a situação não ficou diferente: elas tiveram um retorno sobre o patrimônio líquido de 7,9% durante o ano de 2008, ante 5,1% das equivalentes da América Latina, enquanto a margem Ebitda delas foi de 18,6%, ante 13,7% das demais empresas da região, e o índice de solvência das companhias pioneiras em boas práticas ficou em 8,3, em comparação ao 1,8 das restantes.

“Quando as empresas adotam boas práticas, elas ficam mais protegidas em relação a determinados riscos, os investidores ficam mais tranquilos de manter o seu capital alocado nessas empresas ou de exatamente alocar nesse momento da crise nessas empresas, que oferecem menos riscos. Então, o que a gente notou é que as ações dessas empresas perderam menos do que as ações das demais empresas da América Latina” [...]”

Para cada crise sempre fica um processo de aprendizado e adaptativo:

Ao que tudo indica, a tendência pós-crise é de que as boas práticas sejam incorporadas ao dia a dia. Quem não aderir estará condenado a ficar fora de cena a longo prazo. Principalmente as empresas que precisarem captar recursos para crescer. “As companhias perceberam que isso agrega valor. Por uma razão simples. Quanto mais transparente, melhor o custo do capital. De uma forma geral isso leva a uma redução de percepção de risco”, diz Reginaldo Alexandre, presidente da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) São Paulo. (Valor Econômico, 2010).

Em seu relatório anual (2009/2010) o CEG em conjunto com a empresa de auditoria KPMG do Brasil confirma a tendência brasileira de seguir os rígidos padrões da boa governança corporativa:

“Como forma de valorizar suas práticas de governança e tornarem-se mais atraentes perante os investidores e os analistas de mercado, grande parte das empresas brasileiras com ações negociadas nos Estados Unidos enquadraram-se ou vêm se enquadrando aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Essas empresas não buscam somente obter melhorias em relação à transparência, à qualidade das informações divulgadas e aos direitos dos acionistas, por meio da aderência aos níveis diferenciados, ao mesmo tempo em que são exigidas a seguir os rígidos padrões norte-americanos de governança.

Ao todo, 21 empresas dividem-se entre os Níveis 1 e 2 e Novo Mercado BM&FBOVESPA [...]”

Mesmo no período da crise de 2008, o CEG evidencia, através de suas pesquisas, que temos um alto grau de credibilidade. Por meio de levantamento de informações de 240 empresas, compostas por quatro grupos: ADRs Nível 2 e 3, Novo Mercado, Níveis 1 e 2 e Tradicional, através de aplicação de questionário com 37 perguntas relativas ao tema governança corporativa, o CEG comprovou que as empresas brasileiras possuem bons mecanismos de governança corporativa e atendem aos padrões recomendáveis, ficando apenas excluídas as empresas de mercado Tradicional que na pesquisa ficou constatado que possuem um grau inferior de adesão quanto às boas práticas de governança corporativa.

Importante destaque da pesquisa do CEG e da KPMG foi quanto aos riscos corporativos: por influencia externa como a crise financeira, reforma fiscal do Governo e gestão de riscos das empresas, este último ponto foi apontado como o saldo negativo da crise para governança corporativa brasileira.

Durante a crise de 2008, houve casos que influenciaram negativamente nosso modelo de gestão corporativa na questão de riscos, como exemplo, duas tradicionais companhias brasileiras, a Sadia e a Aracruz, ambas com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque e toda uma estrutura de governança corporativa conforme as melhores práticas, incluindo um comitê financeiro para avaliar o risco das operações (NOVAES, 2009, p. 1).

No dia 25 de setembro de 2008, os investidores da Bolsa brasileira foram surpreendidos por dois fatos relevantes de duas grandes companhias (NOVAES, 2009, p. 4).:

(i) A Sadia informou que:

“A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial.” Em consequência, ao tomar conhecimento destas operações, o conselho de administração da companhia demitiu o diretor financeiro e “decidiu liquidar determinadas

operações financeira, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00.”

(ii) A Aracruz divulgou que naquela data o seu conselho de administração foi informado que:

“o volume de perda máxima em derivativos e de exposição máxima em operações de câmbio futuro decorrente de tais operações pode ter excedido os limites previstos na Política Financeira aprovada pelo Conselho de Administração.”

No dia 2 de outubro de 2008, a Aracruz divulgou outro fato relevante informando que o valor justo dos contratos derivativos apurado na data de 30 de setembro de 2008 era negativo em R\$ 1,95 bilhão.

Conforme artigo (NOVAES, 2009, p. 4-5):

A queda do preço das ações dessas duas companhias sugere que o mercado foi surpreendido pelos fatos relevantes e não tinha noção das perdas dessas companhias caso o Real sofresse uma desvalorização. No dia seguinte ao anúncio, 26 de setembro, a ação da Sadia caiu 35,5% na Bovespa e a Aracruz 17,7%, enquanto o Índice Bovespa caiu 2%. No dia 3 de outubro, quando a Aracruz informou o valor justo dos contratos, a ação caiu 24,8% (no mesmo dia, a Sadia caiu apenas 1,5%). Este comportamento sugere que as perdas da Aracruz só foram devidamente precificadas pelo mercado após o segundo fato relevante sobre o assunto.

Não há dúvidas de que houve falha na governança corporativa das duas empresas, faltou transparência ao mercado, as duas companhias deixaram de registrar nas demonstrações financeiras suas perdas com contratos derivativos de câmbio futuro de R\$ 630,3 milhões (Sadia) e de R\$ 1,95 bilhão (Aracruz), confirma Novaes (2009, p. 6).

O ponto que chama a atenção, quanto a mecanismo de governança corporativa, é que em ambos os casos de perdas com derivativos no Brasil é o fato deles terem ocorrido em sociedades de controle definido. Isto significa que o próprio controlador correu o risco e foi quem também sofreu a maior parcela da perda. O Conselho de Administração de uma companhia tem dois papéis principais: o monitoramento e a gestão no sentido de fixar a orientação geral dos negócios.

Quanto aos analistas de mercado, o episódio coloca em questão o cuidado na análise dos resultados financeiros das companhias. A julgar pelo comportamento das ações, o mercado estava pouco informado sobre os riscos aos quais essas companhias estavam expostas. O mercado via os ganhos expressivos, mas não estava atento ao risco associado para obter tais ganhos. O episódio sugere que o

treinamento dos analistas em questões complexas como derivativos deve ser reforçado.

Outro aprendizado referente ao tema é que o Conselho de Administração deve estar ciente das práticas contábeis críticas da companhia e que trazem risco contábil-financeiro, além de entender as variáveis chaves para o resultado da companhia. Por fim, a comunicação ao mercado por parte dos departamentos de relações com investidores deve ser clara e coerente com os resultados obtidos. Omitir ganhos financeiros substanciais com derivativos certamente é um erro e expõe a companhia, caso a tomada de risco seja prejudicial à companhia. (NOVAES, 2009, p. 14).

Em 13 de dezembro de 2009, a Folha de São Paulo publicou uma matéria confirmando que as Empresas brasileiras vêem na governança corporativa saldo positivo da crise, porém, na matéria há uma afirmação da Diretora executiva do IBGC que resume bem o caso da Sadia e Aracruz: “Notou-se que as falhas no campo da governança corporativa foram a origem dos problemas. Transparência é a palavra que resume as novas demandas”.

Este aprendizado no pós-crise também é confirmado pelo Valor Econômico na matéria de 12 de novembro de 2009, em que destaca que durante a crise houve vários problemas por falta de gerenciamento de risco estratégico e as empresas devem estruturar ações de gerenciamento de risco.

2.7.6 Governança corporativa e o pós-crise 2008

2.7.6.1 Perspectivas 2010

Enfim as perspectivas para a economia brasileira em 2010 são muito boas. Até agora, a recuperação tem ocorrido de maneira saudável, já que a sustentação do consumo tende a ser seguida de recuperação dos investimentos, num ambiente de maior confiança. O Banco Central voltará a subir a SELIC em 2010, já que a economia brasileira parece não estar ainda preparada para conviver com taxas reais de juros reais tão baixas como as atuais, sem que isso gere tensões inflacionárias.

A médio e longo prazo, a expansão desenfreada dos gastos públicos, se não for removida, permanecerá como principal problema da economia brasileira que certamente será uma barreira para crescimento potencial (Pricewaterhousecoopers – DF Guias 2009/2010).

Quanto ao tema governança corporativa fica o aprendizado dos anos de 2008 e 2009 para as empresas evoluírem no assunto e notar que regras de transparências cada vez mais serão o diferencial para a valorização do mercado de capitais, confirma esta tendência matéria publicada no Valor Econômico, 12 de novembro de 2009:

“Governança corporativa é um destino e não uma jornada. Esta é a constatação da maioria dos executivos ao se referir às práticas de transparência como diferencial competitivo na busca da confiança do investidor. Para a maioria dos especialistas, investidores, acionistas e empresas premiadas por suas práticas, divulgações transparentes são muito mais que uma exigência. Trata-se do único caminho para ter credibilidade e atrair o capital do investidor a um custo que dê sustentabilidade ao empreendimento.”

“[...] As práticas requerem uma mudança cultural nas empresas. E não se limita ao período de implementação. Governança é um processo dinâmico. A prática de boa conduta e transparência requer adaptação a cenários reais do dia a dia.” Prova disso são as constantes discussões sobre o tema. Com a crise, governança se transformou em uma das pautas prioritárias dos órgãos reguladores. Os principais temas tratados nos países são basicamente os mesmos [...]”

A Deloitte realizou pesquisa no pós-crise, entrevistando mais de 140 empresas de capital aberto e como resultado teve que as perspectivas para 2010 são boas, com a normalidade da demanda e o consumo e que os resultados melhores serão melhores para 2010.

Também, segundo as pesquisas (Deloitte, 2010) as empresas para 2010 priorizaram o aumento do nível de governança corporativa, que, em relação a 2009, aparece em 9º lugar. Para 2010, o item aparece em 5º lugar.

O estudo aponta, outra tendência para 2010, mais de dois terços das empresas consideram que as ações sociais e a proteção ao meio ambiente estão entre os principais projetos e investimentos a serem implantados a partir desse ano. Demonstrando a preocupação das empresas com boas práticas de governança corporativa relacionada com a sustentabilidade.

2.7.6.2 Governança corporativa e o IFRS

A governança corporativa brasileira no pós-crise passará por outro desafio a convergência em definitivo para o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), o padrão contábil que tende a ser globalmente aceito para as demonstrações financeiras. As normas relativas a esse modelo são publicadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e implicam um ambiente de preparação de demonstrações financeiras que requer mais julgamento e menos diretrizes baseadas em regras detalhadas (Deloitte, 2010).

Esse movimento de convergência traz uma série de vantagens e também pode ser considerado importante para governança corporativa, segundo a Deloitte:

A criação de uma regulamentação de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que requer que companhias listadas no Nível II e no Novo Mercado apresentem suas demonstrações financeiras reconciliadas com o IFRS ou com os *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP), princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos;

A CVM de acordo com a instrução nº 457/07, determina que as companhias abertas deverão, a partir do exercício findo em 2010, apresentar suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional;

A Lei 11.638/07, veio para acelerar a convergência entre as práticas contábeis adotadas no Brasil com o IFRS.

Apesar de sua complexidade na implantação, com o IFRS as empresas terão maior transparência quanto as suas informações divulgadas. Mas este benefício não se resume apenas para as empresas, o mercado em geral e a gestão corporativa ganha com a adoção do IFRS, o qual os benefícios podem ser sintetizados da seguinte forma:

Investidores: cada vez mais, os investidores estão à procura de informações financeiras de alta qualidade e vêem o uso do IFRS como uma oportunidade de realizar uma comparação entre empresas de diversos setores globais. Quanto mais a demanda por informações financeiras com base no IFRS crescer, mais uniforme deverá se tornar o campo de atuação, permitindo que os investidores tenham uma perspectiva comparativa cada vez mais eficaz dos resultados financeiros de diversas empresas.

Mercados de capitais: a utilização de um único padrão de normas contábeis permite que empresas e investidores acessem mercados múltiplos ou

estrangeiros com mais facilidade. Isso pode estimular os investimentos e facilitar o fluxo de capital entre os países.

Empresas: a simplificação dos processos de divulgação de relatórios financeiros por meio de uma padronização de normas em escala global deve eliminar sistemas de contabilidade divergentes e possibilitar maior coerência das demonstrações, reduzindo os custos, aumentando a eficácia operacional e diminuindo a probabilidade de erros resultantes da má aplicação das normas.

3 CONCLUSÃO

Vários estudos na literatura sobre governança corporativa, nesse trabalho apresentado, comprovam que as práticas de boa governança corporativa agregam valor para as empresas e transmitem ao mercado confiança e transparência na qualidade das informações.

O modelo de governança corporativo das empresas é colocado a prova em períodos de estresse do mercado ou os conhecidos choques de retorno e o presente trabalho procurou analisar tais impactos nas empresas brasileiras, abordando as principais crises econômicas dos últimos 15 anos.

Quanto à pesquisa sobre a influência das crises sobre o modelo de governança brasileiro foram obtidos resultados positivos e a pesquisa demonstrou e comprovou que no Brasil houve avanços significativos com relação a regras de governança corporativa seja na esfera legislativa ou na percepção das empresas quanto à importância do assunto na geração de valor.

Cada vez mais as empresas brasileiras estão procurando acesso a capital com um custo menor e estão dispostas a praticarem a boa governança corporativa como diferencial competitivo e como instrumento de proteção quanto à vulnerabilidade do mercado em períodos de crises.

Passado o susto de uma das maiores crises financeiras após a depressão de 1929, o desafio para as empresas brasileiras, daqui para frente, é adequar as novas regras internacionais de contabilidade e passar por um processo adaptativo na transparência de informações financeiras pois a legislação brasileira passou recentemente por inúmeras alterações, como exemplo os novos CPCs – Novos Pronunciamentos Contábeis para convergência ao IFRS. Apesar do custo de implantação para as empresas, este processo já é uma evolução em governança corporativa, é um incentivo para as empresas quanto à qualidade de informações divulgadas ao mercado.

Sem dúvida nenhuma estamos cada vez mais em um processo evolutivo de governança corporativa, passar por uma recente crise, com uma recuperação muito rápida da economia brasileira comparada com as demais, demonstra a credibilidade dos investidores no mercado local. Esta constatação é boa para as empresas brasileiras e para economia a brasileira, pois com os avanços no tema governança

corporativa o resultado no longo prazo será um mercado de capitais aquecido e de geração riqueza para o Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CEG Centro de Estudos em Governança Corporativa da Fipecafi. **A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: Um panorama das corporações brasileiras na BM&FBOVESPA e nas Bolsas norte-americanas.** Versão 2009/2010. Disponível em: < <http://www.ceg.org.br>>. Acesso em: 20/01/2010

DELOITTE. **Pesquisa da Deloitte aponta evolução na governança corporativa em companhias brasileiras que atuam no mercado de capitais norte-americano.** Disponível em: <www.deloitte.com.br> acesso em maio.2010.

DELOITTE. **O Brasil na convergência. Um guia prático para adoção do IFRS.** Disponível em: <www.deloitte.com.br> acesso em maio.2010.

FUNDAP Fundação do Desenvolvimento Administrativo. **Crise e Pós-Crise: O impacto sobre as grandes empresas brasileiras de capital aberto.** Disponível em: <<http://debates.fundap.sp.gov.br>> acesso em 15.04.2010.

FUNCET Fundação dos Economistas Federais. **Manual de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras. 2005.** Disponível em: http://www.funcef.com.br/files/Manual_de_Governanca_Corporativa_da_FUNCEF.pdf

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa.** Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 03/12/2009

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil.** Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 03/12/2009

INFOMONEY. **Pioneiras em governança corporativa dão retorno cinco vezes maior na Bolsa.** Disponível em: <www.informoney.com.br>. Acesso em: abril 2010.

LEAL, Ricardo. P.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; CASTRO FERREIRA, Vicente A. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo.** Rio de Janeiro: Ed. E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.

NOVAES, ANA. **Artigo: Derivativos e a governança corporativa – O caso Sadia – corrigindo o que não funcionou.** Agosto 2009.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças. **Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados.** São Paulo: Ed. Atlas, 2006.

OLIVEIRA, Marilisa do Rocio *et al*, **Gestão estratégica para o desenvolvimento sustentável**. Ponta Grossa: Ed. UEPG, 2007.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Guia 2009/2010. Demonstrações Financeiras e Sinopse Legislativa**. Ed. 19ª. São Paulo. PricewaterhouseCoopers, 2009.

SILVA, André Luiz Carvalhal *et al*. **Governança Corporativa Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo. Ed. Atlas, 2007.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas**. São Paulo: Ed. Atlas, 2006.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. **Atributos Corporativos, Qualidade Da Governança Corporativa E Valor Das Companhias Abertas No Brasil**. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n1art5.pdf>>. Acesso em 03/12/2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 1ª ed., São Paulo: Ed. Saint Paul Institute of Finance, 2005.

STEINBERG, Herbert. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. 2ª ed, São Paulo: Ed. Gente, 2003.