

Níveis Diferenciados De Governança Corporativa e o Efeito Sobre o Risco de suas Ações

ZOLTÁN BÁLINT GEOCZE, SANTANDER

Gerente de Gestão Estratégica do Santander Brasil.
Especialista em Produtos Financeiros e Gestão de Risco pela FIA.
zoltan.balint@santander.com.br, zoltan_b_g@yahoo.com.br

Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Efeito Sobre o Risco de suas Ações

O artigo responde se a adoção de níveis diferenciados de corporativa por parte das empresas brasileiras é um fator que as torna opções de investimento de menor risco. Para tal, são comparadas as volatilidades do IGC e de outros índices de ações no Brasil, entre janeiro de 2005 e agosto de 2008. Conclui-se que a volatilidade média diária do IGC foi inferior se comparada com os outros índices estudados.

Palavras-chave: Governança, Risco, Ações.

Differentiated Corporate Governance Levels and their Effect on Stock Risk

This paper answers if the adoption of differentiated levels of corporate governance by Brazilian companies is a factor that turns them into a lower risk investment option. To do so, IGC's and other stock indexes' volatilities are compared, between January 2005 and August 2008. The conclusion is that IGC daily average volatility was lower when compared to the other indexes studied.

Key words: Governance, Risk, Stocks.

Niveles Diferenciados de Gobernanza Corporativa y su Efecto sobre el Riesgo de Acciones

Este documento responde a si la adopción de niveles diferenciados de gobierno corporativo de las empresas brasileñas es un factor que los convierte en una opción de riesgo de la inversión más baja. Para ello, volatilidades IGC y otros índices de valores se comparan, entre enero de 2005 y agosto de 2008. La conclusión es que la CIG la volatilidad diaria promedio fue menor en comparación con los otros índices estudiados.

Palabras Claves: Gobernaza, Riesgo, Acciones.

INTRODUÇÃO

Objetivo

O objetivo é verificar se a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa por parte das empresas brasileiras é um fator que as torna ações de menor risco.

A hipótese de pesquisa é: o desvio padrão do índice de governança corporativa (IGC) é menor que o do índice Bovespa (Ibovespa). Como o IGC congrega as ações das empresas com nível diferenciado de governança corporativa, seu retorno e risco refletem os dessas empresas. Como o

Ibovespa é composto por ações dessas empresas e de outras não diferenciadas, seu retorno e risco representam uma composição entre esses dois tipos de empresa. A comparação entre ambos permite testar a existência de impacto da governança corporativa diferenciada sobre o comportamento do risco desses dois tipos de ação.

Relevância

A busca dos grandes investidores estrangeiros por opções de investimento fora de seu país de origem cria para as empresas brasileiras a oportunidade de acesso a recursos de menor custo, extremamente necessários para o aumento de suas atividades e de seu nível, para que possam disputar nos mercados globais.

Para que os investidores tenham interesse em investir no país, é fundamental que existam padrões de qualidade e mecanismos de controle capazes de assegurar a eles que seus interesses serão seguidos pela alta administração, garantindo que não haverá o conflito de interesses e que mesmo se forem acionistas minoritários, não haverá o abuso de poder dos acionistas majoritários das empresas nas quais estarão investindo.

Tendo em vista o exposto, a governança corporativa ganha espaço como este conjunto de procedimentos, regulamentos e leis que permitem aos investidores/acionistas ter um melhor acompanhamento dos gestores e do negócio em que os seus recursos foram alocados, em especial naqueles em que existe a separação entre propriedade e controle, característica marcante das companhias de capital aberto.

A McKinsey & Co (McKinsey ; Company's Global, 2002), conduziram uma pesquisa com a participação de 200 investidores institucionais, responsáveis em conjunto por três trilhões de dólares americanos em ativos, que tinha como objetivo detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa.

Apurou-se na pesquisa que os investidores estão dispostos a pagar de 12% a 14% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de governança e transparência nos Estados Unidos e Europa, de 20% a 25% a mais na América Latina e Ásia e mais que 30% a mais na África e Leste Europeu. Além de identificar a disposição de todos de pagar um preço superior por estas ações, todos ressaltaram que um dos pontos mais relevantes para tomada de decisão no momento de investir é a qualidade da administração da companhia.

Metodologia

O estudo é feito com base nas cotações diárias de fechamento ajustadas para proventos e em moeda nacional de 5 índices da Bovespa (IGC, IBOV, IBRX, IBRX 50 e ISEE) no período de 1/12/2005 a 14/8/2008, período no qual todos os índices possuem negociação. Os dados foram coletados do sistema Economatica.

Após obter as informações das cotações do fechamento de cada dia, calcularam-se os retornos diários dos índices e os desvios padrão do período.

REFERENCIAL TEÓRICO

Conceito de Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas / Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conse-

Iho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital de menor custo e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2007).

Origem da Governança Corporativa

Na primeira metade dos anos 90, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra, acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas (IBGC, 2008).

A governança corporativa surgiu, para procurar superar o chamado “agency problem” ou “conflito de agência”. Segundo Shleifer e Vishny (1997), a origem do problema de agência é a separação entre a propriedade e controle do negócio. Os investidores necessitam da mão-de-obra capacitada dos administradores para que seu capital seja aplicado em atividades que os remunerem, enquanto que do outro lado, os gestores necessitam de recursos financeiros para aplicar em seus projetos e negócios. Neste contexto, os autores definem o problema de agência como as dificuldades que os investidores possuem para garantir que o seu capital não seja expropriado ou gasto em projetos que não lhe tragam o retorno esperado.

A preocupação da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, que possibilitem assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. A boa governança corporativa proporciona aos proprietários, acionistas ou cotistas, a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva.

As principais ferramentas que atualmente asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são; o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal (IBGC, 2008).

As empresas que optam pelas boas práticas de governança corporativa, adotam a transparência, prestação de contas e equidade como linhas básicas de gestão. Para que essas linhas de gestão estejam presentes nas suas diretrizes, o papel do Conselho de Administração da empresa é fundamental, estabelecendo as estratégias, elegendo a Diretoria, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a auditoria independente (IBGC, 2008).

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal) ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses) (IBGC, 2008).

As graves falhas de gestão nas empresas, bem como nas relações entre os diversos agentes da governança, não só acabam causando prejuízos aos seus acionistas como também põem em risco a credibilidade do mercado como um todo, com reflexos imprevisíveis sobre o nível de atividade econômica em geral.

Principais modelos de governança

A seguir são comparados os sistemas de governança corporativa centrados no mercado como os dos Estados Unidos e Reino Unido (Outsider System) e os centrados em bancos, como os da Alemanha e Japão (Insider System).

Sistema centrado no mercado ou Outsider System

Podendo ser chamado também de sistema de governança anglo-saxão, esse sistema de governança é caracterizado pela existência de acionistas que estão pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia. Nos Estados Unidos e Reino Unido, países nos quais são mais comuns, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa.

Suas principais características são a estrutura de propriedade dispersa, papel importante do mercado de ações na economia, ativismo e grande porte dos investidores institucionais e foco na maximização do retorno para os acionistas (shareholder oriented).

Basicamente, os autores colocam três razões para que a propriedade da empresa esteja pulverizada: a riqueza de um investidor pode não ser suficiente para um montante grande de investimentos exigido pelo negócio, a questão da diversificação de carteiras e a liquidez. Becht (Becht, Bolton, & Roell, 2002) afirma que quando os acionistas estão muito pulverizados e não adotam um comportamento ativo, os mesmos possuem menos informações referentes ao andamento dos negócios em relação aos gestores, fazendo com que estes passem a exercer atitudes que nem sempre estejam alinhadas aos objetivos dos acionistas.

Por esse motivo, este modelo exige um nível elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas e sobre o relacionamento entre gestores e acionistas.

Sistema centrado em bancos ou Insider System

Neste sistema de governança também denominado como sistema nipo-germânico, fica evidenciada a presença de grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias diretamente ou via pessoas de sua confiança. Na Alemanha, país aonde este modelo é predominante, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, aproximadamente 25%. Além deste fator, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas Nikkei Weekly (Weekly, 1997). Nesse sistema em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações. Suas principais características são a estrutura de propriedade mais concentrada, presença de conglomerados industriais-financeiros, baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais e reconhecimento mais explícito e sistemático de outros stakeholders não financeiros, principalmente funcionários (stakeholder oriented).

A existência de acionistas majoritários pode amenizar o problema de agência entre acionistas e gestores, mas segundo Becht (Becht, Bolton, & Roell, 2002), em países onde o gerenciamento próprio pelos acionistas majoritários não é rigorosamente regulado, eles podem ser a fonte de problemas na governança ao invés da solução. Esses acionistas majoritários podem passar a expropriar a riqueza dos minoritários, uma vez que exercem, de certa forma, uma influência maior na direção da empresa.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os grandes investidores preocupam-se com os seus interesses, que nem sempre estão alinhados com o de todos os envolvidos (pequenos investidores e funcionários). Como consequência, os pequenos investidores passam a não injetar recursos em empresas com estas características, levando a queda de recursos provenientes de investidores externos. Dentro deste conceito, os autores indicam a inexistência de instrumentos de proteção ao pequeno investidor como uma das possíveis causas para que o mercado acionário de alguns países Europeus seja relativamente pequeno.

Estes problemas de agência entre acionistas se agrava quando a empresa emite ações com diferenciação no direito ao voto. Esta divisão da estrutura acionária da empresa em ações ordinárias e preferenciais cria um conflito de interesses entre estes dois tipos de acionistas e conseqüentemente, não contribui para uma melhor governança corporativa. No Brasil, a estrutura acionária da maioria das empresas também segue esta divisão.

Diferente das empresas americanas, nas quais o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores, no Brasil o problema de agência mais freqüente é visto entre acionistas majoritários e minoritários.

Comparação entre os sistemas de Governança Corporativa

Esta forma de comparação (insider e outsider system) tem sido utilizada para avaliação dos regimes de governança e para formulação de propostas políticas para sua melhoria. Nos anos oitenta, quando a economia japonesa estava se destacando, o modelo de governança centrado nos bancos era considerado superior. Conforme Porter (1992), os bancos não possuem uma visão tão imediatista, permitindo as empresas focarem em decisões de longo prazo, além de disponibilizarem recursos para empresas com problemas de liquidez, auxiliando a resolver seus problemas financeiros. Hoshi, Kashyap e Scharfstein (Hoshi, T.; Kashyap A., e Scharfstein D., 1991) Nos anos noventa, quando a economia japonesa passou por dificuldades, o modelo centrado no mercado passou a ser adotado como o ideal. Diversos autores afirmaram que os bancos japoneses na época, ao invés de promoverem investimentos racionais, emprestavam sem grandes critérios montantes altos a empresas com dificuldades que estavam precisando passar por reestruturações (Kang, Jun-Koo; Stulz, René M., 1997).

Atualmente, alguns países possuem ambos os tipos de mercado, crédito e ações bem desenvolvidos, sendo inconsistente classificá-los meramente como centrados em bancos ou no mercado. Por esta razão, alguns autores como La Porta (2000) propõe uma classificação feita com base na eficácia dos diferentes níveis de proteção legal oferecida aos investidores.

Na maioria das situações, a empresa cede poder aos investidores através de uma efetiva proteção legal contra expropriação dos gestores e acionistas controladores, em troca de recursos, mas caso a proteção legal não exista, o mecanismo alternativo é a concentração de propriedade em grandes investidores, que possuem direitos de controle suficiente para diminuir o problema de agência com os gestores.

Com a combinação de proteção legal e concentração de propriedade, as empresas fornecem para os investidores os elementos essenciais e complementares de um bom sistema de governança.

Evolução da Governança Corporativa no Mundo

O primeiro registro sobre governança corporativa surgiu nos Estados Unidos no ano de 1991, com a publicação do livro *Corporate Governance* de Robert Monks (Monks & Minow, 1991). Monks via a governança como uma hélice dupla, com um filamento representando um relacionamento humano, responsável e construtivo das corporações com a sociedade e o outro, o lucro. O livro de Monks com sugestões de boas práticas corporativas é considerado como divisor de águas entre o antigo e o novo modelo de gestão baseado na democracia corporativa (Laureti, 2006).

Na Inglaterra, no ano de 1992 sob coordenação de Sir Adrian Cadbury conselheiro do Banco Central da Inglaterra, foi divulgado o denominado Cadbury Code. Este relatório era um roteiro das boas práticas de governança elaborado por representantes da bolsa de valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados do Reino Unido que foi publicado em resposta aos escândalos corporativos envolvendo o executivo Robert Maxwell e tratava sobre a organização do comitê exe-

cutivo e sistema contábil, de forma a mitigar riscos e erros relacionados a governança (Laureti, 2006).

Mais adiante, em 1995 foi publicado o Greenbury Report e o Hampel Report, que serviram como base para a criação do Combined Code on Corporate governance em 1998, que tornou-se uma referência de princípios de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas listadas na bolsa de valores de Londres. No Mesmo ano, o Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora uma adaptação do The Code para realidade japonesa, dando início a expansão do conceito pelo mundo.

A OCDE, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico criado em 1961 e composto por trinta países que produzem mais de cinquenta por cento de toda a riqueza do mundo, desenvolveu em 1999 uma lista de Princípios de Governança Corporativa (OCDE, 2004) que vêm servindo desde sua criação como referência para países e bancos centrais para adoção de padrões de governança corporativa.

Neste mesmo ano de 1999, foi criado o novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha, na qual seriam listadas somente empresas que adotassem voluntariamente através de contrato firmado com a bolsa, princípios diferenciados de governança corporativa, ocorreu a publicação do Relatório Vienot, marco da governança na França e o código de governança da GM, considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.

No ano seguinte, um importante estudo realizado pelo Banco Mundial e McKinsey concluiu que grandes investidores, estão dispostos a pagar de dezoito a vinte e oito por cento a mais por empresas que adotam princípios de gestão que buscam níveis diferenciados de governança corporativa, informação que iniciou a despertar no mercado a importância do tema. (McKinsey ; Company's Global, 2002)

O ano de 2001 foi um marco para a evolução do conceito de governança corporativa. No mês de Novembro, foram divulgados ao mundo a descoberta de manipulações contábeis em uma das empresas mais conceituadas dos Estados Unidos: a Enron. Essa descoberta deu início a um efeito dominó, com a constatação de práticas de manipulação em várias outras empresas americanas (Worldcom e Tyco) e mais adiante, no resto do mundo.

O resultado foi uma crise de confiança em níveis inéditos desde a quebra da bolsa norte-americana em 1929. Segundo investigadores federais, a Enron criara parcerias com empresas e bancos que permitiram manipular o balanço financeiro e esconder débitos de até US\$ 25 bilhões nos últimos dois anos de atividade. (Folha de São Paulo, 2003)

Empresas que antes eram vistas como exemplo da moral norte-americana, revelaram-se capazes de manipular informação em benefício próprio.

A reação do mercado financeiro foi imediata, as bolsas caíram no mundo inteiro. Empresas de auditoria perceberam a velocidade do processo de decadência e aniquilação de um negócio de décadas, a partir do momento em que o seu trabalho perde o nível de confiabilidade necessária. Órgãos reguladores se viram pressionados a rever suas normas, a fim de detectar falhas em seus sistemas que não lhes permitira diagnosticar o problema antes que ele tivesse atingido proporções tão gigantescas.

O governo dos Estados Unidos com o objetivo de restaurar a confiança perdida introduziu uma série de medidas regulatórias ao longo de 2002. Dentre estas medidas, destaca-se a Lei Sarbanes-Oxley, de 30 de julho de 2002. O grande objetivo da Lei Sarbanes-Oxley é restaurar o equilíbrio dos mercados por meio de mecanismos que assegurem a responsabilidade da alta administração de uma empresa sobre a confiabilidade da informação por ela fornecida. (Sarbanes-Oxley Act, 2002)

Quando foi criada, acreditava-se que a Lei Sarbanes-Oxley iria atingir apenas empresas norte-americanas ou empresas estrangeiras que comercializassem seus papéis no mercado americano, mas os principais mercados internacionais demonstraram grande interesse pelos efeitos causados pela lei e a adotaram. Como exemplo podem ser citadas as seguintes leis; Bill 198 - Canadá, J-SOX - Japão, Deutscher Corporate Governance Kodex - Alemanha, CLERP9 - Austrália, LSF - França, L262/2005 - Itália e King Report – África do Sul .

Em 2003, é lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as razões pela qual não se adequaram a eventuais práticas de governança ou recomendações do código do país. (The Combined Code Comply or Explain, 2003)

Esta metodologia do pratique ou explique adotada na Inglaterra, foi adotada pela maioria dos países em seus códigos de governança e é atualmente uma das exigências das comissões de valores mobiliários de informação a ser divulgada nos relatórios anuais. (Cartilha de Recomendações da CVM, 2002)

Para buscar a confiança dos investidores, empresas e países notaram a necessidade de incorporar algumas regras fundamentais, como sistemas regulatórios e leis de proteção aos acionistas; conselho de administração atentos aos interesses e valores dos shareholders; auditoria independente; processo justo de votação em assembleias; e maior transparência nas informações.

A partir da criação dos códigos de governança corporativa locais, as diferenças culturais e históricas têm sido adaptadas. Como ponto de convergência, os documentos pretendem aumentar os padrões de governança nos mercados como forma de atrair e reduzir os custos dos investimentos.

Hoje, a comunidade internacional prioriza a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado e à política macroeconômica de boa qualidade. Em praticamente todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa e responsáveis por estimular sua adoção em nível internacional.

Evolução da Governança Corporativa no Brasil

O que predominava no setor privado brasileiro até a primeira metade dos anos 90, eram as empresas familiares de controle fortemente centralizado, onde os poucos minoritários existentes eram totalmente passivos e destituídos de meios de fazer valer seus direitos. Em defesa desse modelo, os empresários mostravam pouco interesse pela abertura de capital de suas empresas, crescendo com base na própria capacidade de reinvestimento de lucros ou financiamentos de longo prazo, alternativas que não alteravam a estrutura de controle e gestão.

Com a abertura da economia, o modelo de substituição de importações iniciado por Getúlio Vargas nos anos 40 estava encerrado, e o novo modelo que elegeu a iniciativa privada como motor de desenvolvimento estava implantado. Com este modelo, veio o incentivo aos grandes fluxos de capital, principal o estrangeiro, que por meio das privatizações trouxeram nova dinâmica ao mercado e a bolsa de valores e forçaram as empresas a se adequarem às exigências e padrões do investidor estrangeiro. As empresas estatais ou exclusivamente de controle e gestão familiar que possuíam alta concentração do capital, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração figurativos, teriam de passar por reestruturações e adotar um modelo composto por investidores institucionais mais ativos, maior dispersão do controle acionário, maior foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

As empresas estavam descobrindo que não era importante ter apenas um conselho de administração, era importante fazê-los atuar para perpetuar seus negócios. Foi com esta crença, que o administrador de empresas Bengt Hallqvist e o professor e consultor João Bosco Lodi vislumbra-

ram e com um grupo formado por 37 pessoas, entre empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos, fundaram em 27 de novembro de 1995 o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, o IBCA, com a missão de contribuir para o melhoramento da governança corporativa do Brasil (IBGC, 2008)

No ano de 1996, ocorreu o primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna. Este evento abriu um ciclo de debates inédito no País, sobre conselhos de administração e governança corporativa, tendo como palestrante principal, Roberto Teixeira da Costa, primeiro Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, CVM (IBGC, 2008).

No ano seguinte, foi aprovada a lei 9.457, primeira revisão da lei original (Lei 6.404/1976) das Sociedades Anônimas e em 1998, foi criado o primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar. A maior parte dos recursos integralizados no Fundo foi feita em ações e seu objetivo era aglutinar participações societárias de uma mesma companhia dispersas em diversos cotistas/fundos de pensão e, tornando-se um acionista de maior porte para através de um intenso trabalho de governança corporativa, perseguir o objetivo de gerar valor e liquidez nos referidos investimentos. (Dynamo, 2005)

O Instituto IBCA passou a ser denominado IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa no ano de 1999, ano em que lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, primeiro código brasileiro sobre o assunto. O foco principal deste código era o Conselho de Administração, seu funcionamento, composição e atribuições. O documento foi elaborado a partir de reflexões sobre a Lei das Sociedades Anônimas, então vigente. Neste mesmo ano, após a participação em diversos eventos internacionais, o IBGC foi reconhecido como porta-voz do movimento de governança no Brasil (IBGC, 2008)

Um dos mais importantes passos dados no país em busca de uma melhor governança, foi o lançamento oficial em dezembro de 2000 dos segmentos diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que serão tratados mais adiante neste trabalho. No ano seguinte, é criado o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A criação deste índice permite que investidores tenham uma base de comparação de empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa com o mercado.

Em 2001, a segunda versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi publicada, na qual se consolidou os argumentos técnicos ao princípio da equidade entre os diferentes acionistas. O seu escopo foi alargado, passando a abordar também todos os agentes da governança corporativa: Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Gestores, Auditoria Independente, além de abordar o princípio da prestação de contas (accountability) e discutir conflitos de interesse e ética.

Utilizando-se de 25 anos de experiência, análise da experiência de diversos países e de relatórios de pesquisas e códigos de governança nacionais e internacionais, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança, voltada para as companhias abertas. Com a publicação desta cartilha, a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. (Cartilha de Recomendações da CVM, 2002)

Neste mesmo ano, duas empresas (CCR e Sabesp) ingressam pioneiramente no Novo Mercado da Bovespa. Durante um pouco mais de um ano, as duas foram vistas como uma espécie de curiosidade, já que o Novo Mercado era pouco conhecido e visto com desconfiança por ser uma pro-

posta muito avançada para os padrões brasileiros. Com a entrada da Natura, no final de maio de 2004 no novo mercado, a visão sobre os mercados da Bovespa com níveis diferenciados de governança começou a mudar. Logo na estréia os papéis da empresa tiveram grande valorização e a demanda de investidores pelo papel foi dez vezes maior do que as expectativas. (Matos, Kaime e Filgueiras, Otto, 2008)

Em março de 2004, foi publicada a terceira versão do código de governança corporativa, no qual foi destacado o princípio de responsabilidade corporativa, que considera também o aspecto social e ambiental, não só econômico na estratégia das empresas. As modificações do Código refletem as constantes discussões e o aprofundamento dos temas ligados à governança corporativa, motivo que fez desse documento um benchmark nacional em conduta de gestão empresarial.

No ano de 2005 é realizada a oferta de ações das Lojas Renner que foi o primeiro caso de dispersão acionária no Brasil. Ao decidir sair do controle, a empresa de varejo americana J. C. Penney vendeu todas as ações que detinha da empresa na Bovespa, pulverizando seu controle no mercado. Seu novo Estatuto Social foi preparado, de forma a evitar a concentração de poder nas mãos dos administradores e a falta de cobrança ou prestação de contas devido ao absenteísmo de seus acionistas nas assembléias gerais.

A empresa constituiu um conselho de administração formado por cinco membros, sendo quatro independentes e profissionais que podem ser substituídos, o que permite uma fiscalização contínua de sua gestão. Qualquer acionista que vier a adquirir 20% ou mais de seu capital, de acordo com o novo estatuto, deve fazer uma Oferta Pública de Ações pela totalidade do capital por um preço acima do de mercado. Esta experiência pioneira de controle disperso no mercado de capitais brasileiro abriu margem para discussões e tornou-se um importante mecanismo para dar mais liquidez aos ativos das empresas. Empresas como Perdigão e Embraer aderiram ao modelo mais tarde. (APIMEC- MG, 2006)

No ano de 2006, uma oferta pública de compra das ações da Perdigão pela Sadia deixou o mercado e os órgãos reguladores mais atentos a um dos maiores riscos relacionados a governança corporativa; o uso de informações privilegiadas em benefício próprio. Além das duas empresas, estava envolvida na operação uma corretora paulista chamada Coinvalores. Um de seus sócios, Fernando da Silva Telles que é genro do maior acionista individual da Sadia (Osório Henrique Furlan) foi acusado de ter-se utilizado de informação privilegiada sobre a tentativa de compra da Perdigão pela Sadia para faturar R\$ 5 milhões em menos de uma semana.

O caso teve forte repercussão na mídia e está sendo investigado pela Comissão de Valores Mobiliários, que a partir de denúncias da Sadia e da Bolsa de Valores de São Paulo, abriu inquérito para apurar o uso de inside information. (Costa, 2006)

A fim de estimular a disseminação das melhores práticas de governança, entre 2005 e 2006, o IBGC desenvolveu três categorias de premiações que promovem o debate nos meios acadêmico, empresarial e de comunicação, além de reconhecer empresas e pessoas atentas à temática.

Apesar do aprofundamento dos debates sobre governança e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão, o que demonstra que ainda existe um vasto campo para o conhecimento, ações e divulgação dos preceitos da governança corporativa.

Segmentos diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa

No final dos anos 90 o mercado acionário brasileiro não oferecia ao investidor um produto que correspondesse a sua expectativa e exigência, principalmente devido à falta de transparência e de

deficiências no tratamento dado aos minoritários. Para solucionar este problema, a Bolsa de Valores de São Paulo, decidiu fazer com que as empresas buscassem um aperfeiçoamento de sua governança corporativa para conquistar o reconhecimento dos investidores mais exigentes que privilegiam ações de qualidade diferenciada em troca de uma melhor precificação de suas ações.

Para reconhecer as empresas brasileiras que já haviam adotado padrões diferenciados de governança e para criar uma competição saudável que fizesse com as que não adotaram elevassem seu nível, seguindo o modelo do Neuer Markt da bolsa de Frankfurt criado em 1999, a Bovespa criou no ano de 2000 o novo mercado e os níveis diferenciados de governança 1 e 2 com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

A entrada da empresa em um destes níveis implica na adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa" mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. As empresas devem assumir o compromisso de que apresentarão informações ao mercado que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia, que adotarão regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor e que a resolução de conflitos societários poderá ocorrer em uma Câmara de Arbitragem, oferecendo ao investidor um alternativa mais ágil e especializada (Bovespa, 2008).

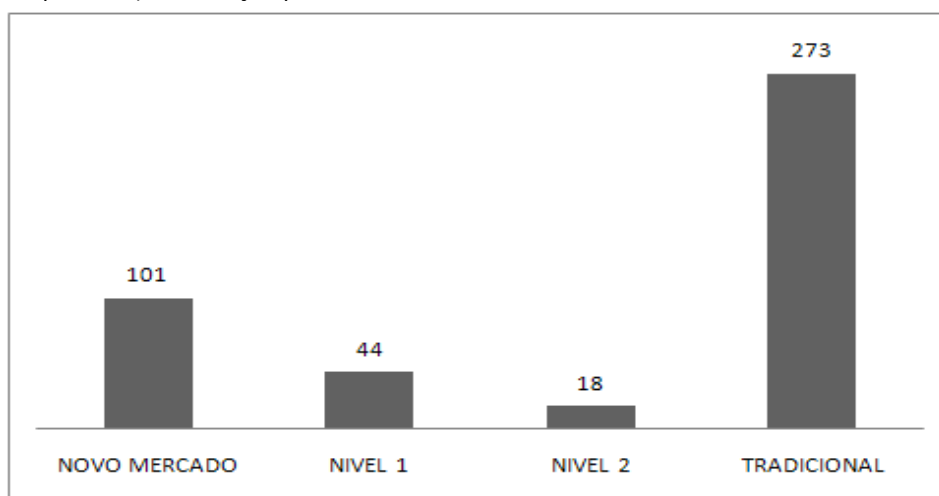
A premissa básica dos segmentos especiais de listagem é que a melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia (Bovespa, 2008).

A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas. A adesão de uma empresa a estes níveis é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a Companhia, seus controladores, administradores e a Bolsa de São Paulo (Bovespa, 2008).

Em caso de rescisão do contrato por parte da Companhia, ela desobriga-se dos compromissos assumidos e, nesse caso como compensação, os acionistas investidores terão o direito de receber uma oferta pública de aquisição por suas ações, no mínimo, pelo seu valor de mercado. A saída do exige a aprovação da decisão por uma assembléia geral e a comunicação da decisão à BOVESPA com 30 dias de antecedência (Bovespa, 2008).

Atualmente a Bovespa possui em negociação, somando os três níveis diferenciados de governança com o mercado tradicional 436 empresas. A divisão destas por nível pode ser vista no gráfico abaixo.

Objeto 1 – Quantidade de empresas listadas por nível de governança da Bovespa. Dados obtidos na Bovespa (Bovespa, 2008). Elaboração pelo autor.



Pode-se observar que apesar dos investidores estarem cada dia mais exigentes com a transparência e do crescente número de empresas listadas no novo mercado, o mercado que mais possui empresas listadas ainda é o tradicional com concentração de 62% das empresas da bolsa.

Nível 1

Empresas cadastradas no nível 1 da Bovespa, estão dando seu primeiro passo em relação a adoção de um maior nível de transparência perante seus investidores. Elas comprometem-se a melhorar o relacionamento com investidores, a prestar um melhor nível de informação ao mercado e a aumentar a liquidez e a pulverização das ações no mercado secundário.

Os principais requisitos a serem atendidos em relação a prestação de informação são:

- Incluir nas Informações Trimestrais obrigatórias por lei, as demonstrações financeiras consolidadas, demonstração dos fluxos de caixa (DFC) da Companhia, abertura da posição acionária por espécie e classe de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores, quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas e o relatório de Revisão Especial emitido por auditor independente.
- As DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) deverão conter também as demonstrações dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado discriminadas em 3 fluxos; operação, financiamentos e investimentos referentes ao exercício encerrado.
- As IANs (Informações Anuais), além do conteúdo obrigatório pela lei, deverá conter também a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores, quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.

- Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgadas. Entre as informações solicitadas encontram-se, por exemplo, as descrições dos fatores de risco e dos negócios, os processos produtivos e mercados, a análise e discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras etc. Um prospecto que abranja um maior número de informações fornecerá mais subsídios para o processo de precificação das ações, aumentando a precisão da análise.

Em relação a melhora do relacionamento com os investidores e para facilitar o acompanhamento dos eventos corporativos, a empresa deve :

- Realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas;
- Divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, no qual constem os eventos corporativos programados, tais como: assembléias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração, entre outros;
- Disponibilizar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinja os fixados no regulamento de Nível 1.
- Informar sobre quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da Companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas, garantindo a transparência em relação aos negócios das pessoas que possam ter acesso à informações privilegiadas.

Em relação a melhora da liquidez e a pulverização das ações no mercado secundário, a empresa deve :

- Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.
- Garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.

Todas as condições para listagem no nível 1, podem ser vistas no Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 1 da Bovespa. (Bovespa, 2008)

Nível 2

A adesão de uma empresa ao Nível 2 é voluntária e é formalizada após a assinatura de um contrato entre a Companhia, seus controladores, administradores e a BOVESPA. Neste contrato, as partes acordam em cumprir o regulamento de práticas diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento e, adotam também a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. Enquanto o contrato estiver vigente, a BOVESPA tem o dever de fiscalizar e se necessário punir a empresa em relação ao cumprimento dos requisitos acordados.

O mais relevante dos requisitos do nível 2 é o compromisso societário que garante maior equilíbrio entre os direitos de todos os acionistas. Caso a Companhia tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto restrito a essas ações quando:

- Ocorrer transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia;
- Quando houver aprovação de contratos entre a Companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse;
- Na avaliação de bens que concorram para aumento de capital e;
- Na escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da Companhia.

Em caso de venda do controle acionário, o comprador deverá estender a oferta de compra a todos os demais acionistas. Aos detentores das ações ordinárias, deverá ser assegurado o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor e a para os detentores das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito deverá ser garantido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias.

Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, o controlador ou a companhia, deverá fazer uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, por no mínimo o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada selecionada, em assembléia geral.

O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por no mínimo cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos e 20% deles deve ser independente.

As empresas deste nível, estão dando um passo adicional em relação as empresas do nível 1, e em relação a divulgação de informações, se comprometem a fornecer aos seus investidores, informações que auxiliem na avaliação do valor da Companhia. Adicionalmente as informações requeridas no nível 1, nas Informações Trimestrais (ITRs), Financeiras Padronizadas (DFPs) e Informações Anuais (IANs) será adicionada a informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.

A Câmara de arbitragem foi instituída pela BOVESPA com o objetivo de agilizar a solução de eventuais conflitos societários. Ela é composta por pelo menos 30 árbitros escolhidos a cada 2 anos pelo Conselho de Administração da BOVESPA, sempre com o compromisso de manutenção de um corpo de árbitros da mais alta qualidade técnica. São participantes da Câmara, a Companhia listada no Nível 2, seus controladores, acionistas em geral, administradores, membros do Conselho Fiscal e a Bolsa de Valores de São Paul.

Ao fim do exercício social, a empresa deverá elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade (IFRS ou US GAAP). Devida a complexidade deste requisito, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos para adequação ao padrão.

As ITRs, deverão ser publicadas além do padrão internacional, na a língua inglesa.

Em relação a liquidez e pulverização das ações, adicionalmente aos requisitos do nível 1:

- Se tratando de oferta pública inicial de ações, os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses.

Visando dar maior destaque às empresas que aderirem ao nível 2 e para facilitar a identificação dessas empresas por parte dos investidores, a BOVESPA desenvolveu uma série de medidas operacionais como:

- Identificação diferenciada dos códigos de negociação destas companhias;
- Identificação diferenciada em todos os meios de difusão da BOVESPA: painéis no pregão, Boletim Diário de Informações e MEGA BOLSA;
- Logotipo específico do segmento;
- Divulgação, junto à página da BOVESPA na rede mundial de computadores, de todas as informações das companhias enviadas à BOVESPA;
- Ampla divulgação, aos investidores nacionais e estrangeiros, sobre a adesão das empresas ao Nível.
- Participação das ações das empresas no IGC – índice de ações com Governança Corporativa diferenciada. As ações da carteira do IGC são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado por um fator de governança que é crescente, conforme o segmento de listagem (no caso do Nível 2 esse fator multiplicador é 1,5).

O processo de deslistagem do nível 2 segue o mesmo procedimento do nível 1.

Todas as condições para listagem no nível 2, podem ser vistas no Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 2 da Bovespa. (Bovespa, 2008)

Novo Mercado

A adesão da empresa ao Novo mercado também é voluntária e concretizada pela assinatura do contrato. A decisão de uma empresa em aderir ao Novo Mercado recebe atenção e tratamento muito especial por parte dos investidores, pois é o mais alto nível de governança da Bolsa de São Paulo. Desde a sua implantação, a maioria das aberturas de capital tem sido neste segmento.

Não existem restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa para sua adesão ao novo mercado. Toda empresa que venha abrir capital, que tenha apenas ações ordinárias ou preferenciais convertíveis em ordinárias e que implemente as boas práticas de Governança Corporativa requeridas no Regulamento de Listagem, pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

Os requisitos e diferenciais em relação ao nível 2, são:

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, nas quais todos os acionistas tem o direito de voto;
- O fator de multiplicação no IGC – índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada é 2.

Todas as condições para listagem podem ser vistas no Regulamento de listagem do novo mercado da Bovespa. (Bovespa, 2008)

Comparação entre os níveis e benefícios para investidores, empresa e mercado

Os segmentos de listagem da Bovespa foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das compa-

as. A comparação entre os três segmentos diferenciados de governança e o mercado tradicional pode ser vista na tabela abaixo:

Objeto 2 – Comparação entre os segmentos e mercados da Bovespa

Fonte: Bovespa (2008).

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

Segundo Becht e Bolton (Becht, Bolton, & Roell, 2002), empresas que concedem aos acionistas direitos iguais de voto, têm seus papéis negociados a preços diferenciados, pois esta medida é interpretada como medidas de valor relacionada ao controle corporativo. Ao garantir a todos os acionistas o mesmo direito de voto e poder, a empresa elimina o problema de agência entre acionistas.

Para reduzir a probabilidade de ocorrência do outro tipo de problema de agência que envolve acionistas e altos executivos, Fama e Jensen (1983) (Fama, E. F. ; Jensen, M. C., 1983)

indicam como principal instrumento a estrutura adotada para o conselho de administração. No novo mercado, é exigido que o conselho seja formado por pelo menos cinco pessoas, com 20 por cento dos membros independentes, além de sua renovação ser anual. Com esta estrutura, as chances de os membros tornarem-se próximos aos altos executivos ao ponto de possibilitar o conflito de interesses são reduzidas.

Por último, para atender ao principal aspecto defendido pela governança corporativa, a transparência (disclosure), fica mais evidente a qualidade e nível de informação apresentada pelas empresas do novo mercado. Segundo Lanzana (2004), o acesso a informação de qualidade é um fator fundamental para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. Schadewitz e Blevins (1998) colocam que os investidores racionais analisam cuidadosamente os riscos e evitam investir em empresas que fornecem informações com quantidade e qualidade inferior as expectativas. Com uma maior simetria na informação e deixando clara a situação financeira e estratégia, as empresas fornecem aos investidores mais segurança e conseqüentemente terão maior acesso a maior oferta de capital.

Comparando os níveis da Bovespa, percebe-se que o novo mercado atende as exigências de uma boa governança fazendo com que as empresas tenham as ferramentas que asseguram o

controle dos proprietários sobre a gestão, eliminem o problema de concentração de poder e adotem a transparência, prestação de contas e equidade como linhas básicas de gestão.

De forma resumida, os benefícios da adequação aos requisitos do novo mercado podem ser vistos na tabela abaixo:

Objeto 3 – Benefícios da adequação aos requisitos do novo mercado

Fonte: Bovespa (2008)

PARA QUEM	BENEFÍCIOS
Para o Investidor	Maior precisão na precificação das ações. Benefícios
	Melhora no processo de acompanhamento e fiscalização.
	Maior segurança quanto aos seus direitos societários.
	Redução de risco.
Para a Empresa	Melhora da imagem institucional.
	Maior demanda por suas ações.
	Valorização das ações.
	Menor custo de capital.
Para o Mercado Acionário	Aumento de liquidez.
	Aumento de emissões.
	Canalização da poupança na capitalização das empresas.
Para o país	Empresas mais fortes e competitivas.
	Dinamização da economia.

Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada da Bovespa

Com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, a Bolsa de valores de São Paulo criou em 2001 um índice denominado IGC, Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Este índice é atualizado a cada quatro meses, e para que uma empresa participe dele, deverá atender aos seguintes requisitos:

- Negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.
- Não podem estar em regime de recuperação judicial ou falência.
- Apresentar um bom nível de liquidez.
- A representatividade da soma de seus papéis não pode ser maior que 20% do índice.

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

A carteira teórica do índice (maio - agosto de 2008) é composta por 183 empresas que estão distribuídas pelos 3 níveis de governança como demonstrado na tabela abaixo:

Objeto 4 – Distribuição da carteira teórica do IGC pelos níveis da Bovespa

Fonte: Bovespa (2008)

Rótulos de Linha	Contar de Ação	%
Nível 1	63	34,4%
Nível 2	20	10,9%
Novo mercado	100	54,6%
Total geral	183	

Mais que cinquenta por cento das empresas que compõe o índice estão no novo mercado, fator que demonstra o quanto o mercado está valorizando a adoção do mais alto nível de governança corporativa da Bolsa.

A maior representatividade atualmente em volume de capital no índice é da Itausa com 5,9 por cento, seguido da Vale do Rio Doce com 5,5 por cento e Bradesco com 4,4. O volume total de capital que compõe esta carteira teórica é de R\$ 33.2 BI, volume superior ao da composição do IBRX-50 e IBRX-100.

As 10 empresas que possuem maior representatividade no índice podem ser vistas na tabela abaixo:

Objeto 5 – 10 empresas de maior representatividade do índice

Fonte: Bovespa (2008)

Ação	Representatividade índice
ITAUSA	5,9%
VALE R DOCE	5,5%
BRADESCO	4,4%
EMBRAER	4,3%
VALE R DOCE	3,5%
ITAUBANCO	3,4%
BRASIL	3,3%
UNIBANCO	3,2%
JBS	1,9%
BOVESPA HLD	1,9%

Desde sua criação, o índice teve valorização de 445 por cento, superior a valorização no período dos outros 3 principais índices da Bovespa em pelo menos 12 pontos percentuais.

Objeto 6 – Valorização comparativa do IGC desde sua criação

Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.

INDICE	VALORIZAÇÃO PERÍODO
IGC	445,9%
IBOV	279,2%
IBRX	433,9%
IBRX 50	403,8%

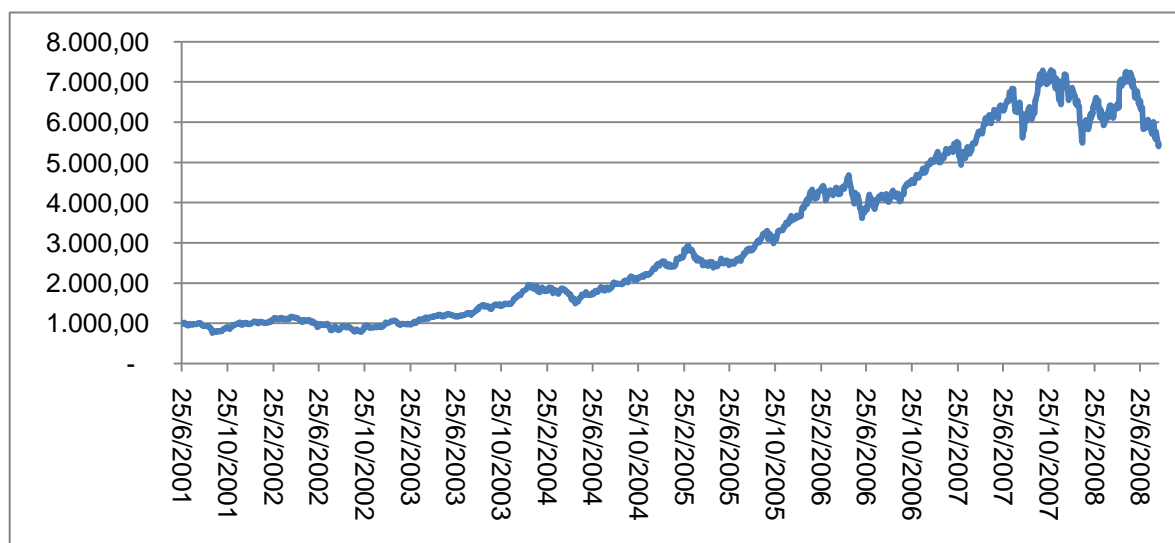
O principal fator que influenciou na valorização do índice, foi o grande volume de ofertas públicas iniciais de empresas (IPOs) ocorridos desde sua criação. Desde 2004, foram registrados 110 IPOs no volume total de R\$ 88 milhões, dos quais 101 ou 92 por cento foram de empresas que passaram a formar o índice. Dentre estas 101 empresas, 77 por cento fez sua oferta inicial no novo mercado. (Bovespa, 2008)

Em valores, o índice partiu de R\$ 1.000,00 em junho de 2001 e chegou a R\$ 7.000,00 em maio de 2008, finalizando o período estudado em R\$ 5.459,00 (agosto de 2008) e demonstrando valorização de R\$ 4.459,00 em um período de 5 anos.

A evolução diária do preço de fechamento do índice pode ser vista no gráfico abaixo:

Objeto 7 – Evolução diária do preço de fechamento do IGC

Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.



Por medir o desempenho de empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa, o IGC tornou-se uma referência, para o mercado e investidores compararem se realmente a adoção da governança como pilar básico de gestão traz para a empresa um diferencial em relação às outras.

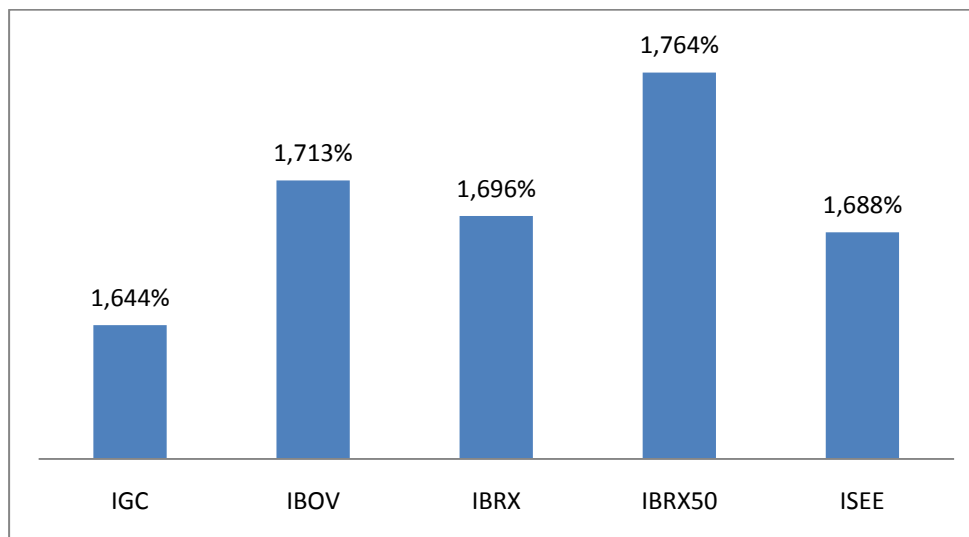
Neste trabalho, será feita a comparação entre o desempenho do índice de governança IGC e dos outros 4 principais índices da Bovespa; o IBOV, IBRX, IBRX 50 e ISEE para verificar se a transparência e segurança que estas empresas proporcionam a mais que a outras realmente trazem menor risco para o investidor.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

No período entre o dia 1/12/2005 e o dia 14/8/2008, foi analisado o histórico de 706 dias úteis do índice IGC da Bovespa, que foi comparado ao histórico no mesmo período do IBX, IBRX 50, IBOV e ISEE. Os resultados da análise são apresentados Objeto 8.

Objeto 8 Volatilidade média diária dos índices no período estudado

Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.



Pode-se observar que a volatilidade diária no período, do índice de governança corporativa foi a menor, com 1,644%. Se comparada ao índice Bovespa (IBOV), mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, que registrou uma volatilidade de 1.713% (2º maior dentre as quatro), sua volatilidade é inferior em 0.7 p.p.

A segunda menor volatilidade foi do índice de sustentabilidade empresarial com 1,688%, superior ao IGC em 0.044 p.p. O índice de sustentabilidade (ISEE) tem por objetivo refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial.

O índice que possui a volatilidade média dentre os cinco, é o IBRX com 1,696%. O IBRX, é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro e sua volatilidade é 0.5 p.p superior a do IGC.

A maior volatilidade registrada no período foi do IBRX 50 que é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, com 1.764%, superior a volatilidade do IGC em 0.12 p.p.

Objeto 9 – Retorno médio diário dos índices no período

Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.



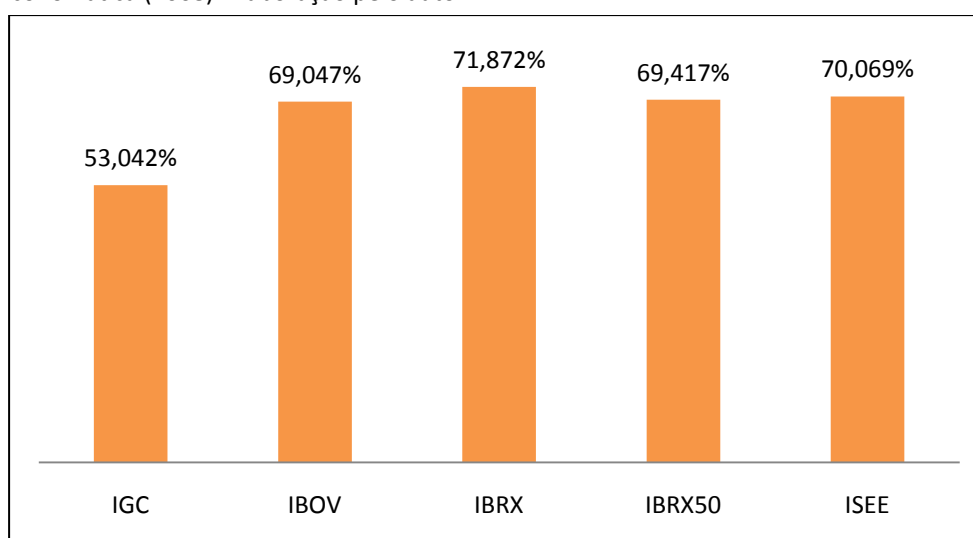
Pode-se observar no gráfico do Objeto 9, que o retorno médio diário no período do índice de Governança Corporativa (IGC) foi o menor (0,078%). Se comparado ao maior retorno dentre os índices registrado no IBRX (0,096%), está 0,018 p.p abaixo.

Analisando a relação risco/retorno, o índice de menor risco apresentou no período menor retorno também. De acordo com a teoria de carteiras, este fato é comum já que quanto maior o risco que se está assumindo, maior a exigência de retorno.

Na visão de um investidor, uma remuneração inferior a paga pelo mercado somente seria aceita se o risco fosse também inferior. O grande ponto seria verificar se este risco, por mais que baixo, está sendo compensado por um retorno pelo menos superior ao pago pela taxa básica de juros brasileira, teoricamente livre de risco (SELIC).

Objeto 10 – Retorno dos índices no período estudado

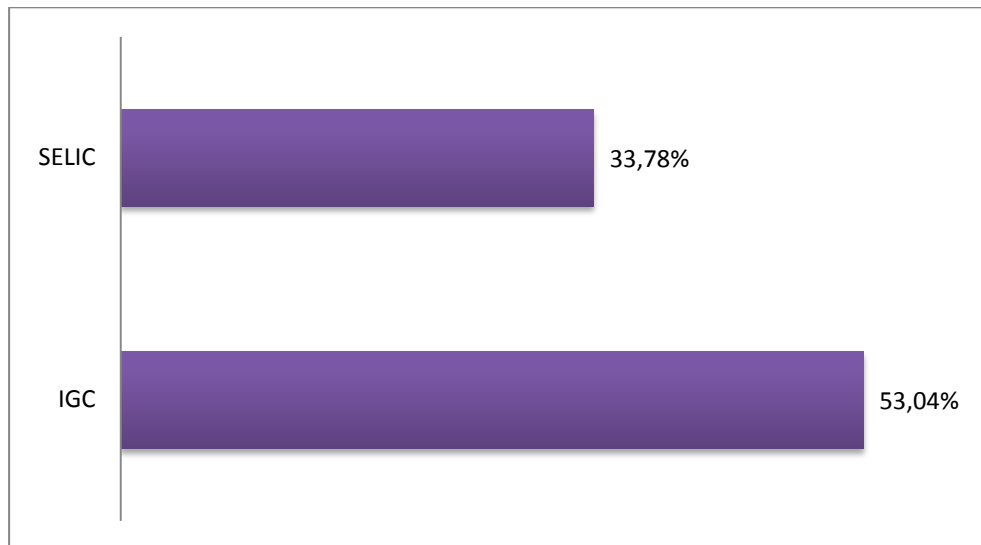
Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.



O retorno do IGC no período foi de 53,04%, seguindo a mesma tendência do retorno médio diário, foi inferior aos outros índices, como mostrado no Objeto 10. Se comparado ao retorno no período da SELIC, observou-se o resultado apresentado no Objeto 11.

Objeto 11 – Retorno do IGC no período comparado ao retorno da taxa Selic

Fonte: Economática (2008). Elaboração pelo autor.



O retorno do IGC no período foi 57% ou 19 p.p superior ao retorno da SELIC. Este resultado mostra, que para um investidor de perfil mais conservador que busca um investimento relativamente ao mercado mais seguro e que lhe proporcione um retorno superior ao pago pela taxa livre de risco, as empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa são uma ótima opção.

LIMITAÇÕES

No Brasil, os índices acionários têm forte concentração de setores específicos. Como essa concentração pode variar entre índices, parte das diferenças obtidas pode refletir diferenças de composição setorial dos índices e não entre os níveis de governança.

O período analisado é de alta sistemática dos preços no mercado bursátil brasileiro. As conclusões obtidas para esse período podem não se sustentar em períodos diferentes. Em particular, podem ser diferentes no período logo seguinte, de crise econômica.

As ações são inseridas no IGC no dia seguinte ao do reconhecimento do seu nível diferenciado de governança, o que no período considerado se deu predominantemente por meio de IPOs. No Ibovespa, uma ação nova é incorporada após um período de negociação continuada. Nessa época, as ações recém lançadas tiveram retornos excepcionais por períodos de até seis meses (rallies), o que fez com que o IGC apresentasse retorno superior ao Ibovespa (Serra, Martelanc, Fragata, & Savóia, 2009).

CONCLUSÃO

O objetivo do artigo é verificar se a adoção de níveis diferenciados de corporativa por parte das empresas brasileiras é um fator que as torna opções de investimento de menor risco. Este objetivo foi respondido positivamente, pois a volatilidade média diária do índice de governança da Bovespa é a inferior se comparada com os outros índices estudados.

O trabalho igualmente respondeu os seus objetivos específicos:

- Identificar as vantagens da adoção de níveis diferenciados de governança para a empresa, investidor, mercado e país. Este objetivo foi respondido pelo detalhamento das

vantagens da adoção da governança e pelo retorno acumulado desde a criação do índice, que foi superior ao retorno dos outros índices.

- Verificar se investir em empresas que adotam a governança corporativa como linha básica de gestão é interessante. Foi mostrado que o retorno registrado pelo índice no período estudado foi superior que o retorno da taxa básica de juros brasileira (Selic), referência de remuneração para os investidores do país.

Nos últimos anos, a evolução do conceito de governança corporativa intensificou-se de forma significativa no Brasil, impulsionado principalmente pela abertura da economia, pelo aumento do número de investidores estrangeiros mais exigentes, pelo processo de privatização das empresas estatais e pelo aumento do número de empresas brasileiras atuando nos mercados internacionais. Para auxiliar neste processo, destacaram-se algumas iniciativas como a criação do novo mercado da Bovespa e dos níveis 1 e 2, a revisão e a nova lei das S.As, o código de boas práticas de governança do IBGC, as recomendações da CVM e a criação do índice de governança da Bovespa (IGC).

Diversas empresas Brasileiras ainda precisam se dispor a adequar-se a estes padrões, adotando a transparência, o tratamento igualitário dos acionistas, a supervisão adequada da gestão entre outros fatores, como linha básica de sua gestão. Com este movimento, o número de investidores dispostos a investir e a pagar mais pelos ativos de empresas brasileiras será maior, o que permite que as empresas tenham acesso a um capital de custo mais baixo, que possibilita que a empresa se desenvolva, incentivando as demais empresas a se adequarem e buscarem este capital, elevando as opções para os investidores que buscam diversificar suas carteiras e desenvolvendo assim o mercado de capitais nacional.

O desenvolvimento do mercado de capitais tem relação direta com o crescimento do país, com o aumento de investimento nas empresas e criação de empregos (diretos e indiretos). O mercado acionário brasileiro atualmente é fonte de menos de 10 por cento dos financiamentos feitos pelas empresas, que continuam recorrendo aos bancos ou ao capital próprio para financiar seu desenvolvimento, o que mostra que apesar de o conceito de governança e o mercado de capitais brasileiro ter evoluído bastante nos últimos anos, ainda existe muito a ser feito.

REFERÊNCIAS

- APIMEC- MG. (2006). *Centro de Debates e Idéias Mercado da Apimec - MG*. Acesso em Agosto de 2008, disponível em http://www.dlminvista.com.br/arquivos/Artigo_Apimec_Ago06.pdf.
- Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2002). Corporate Governance and Control. *Finance Working Paper No 02/2002 Updated August, 2005*, 11 e 46.
- Bovespa. (2008). Acesso em Setembro de 2008, disponível em <http://www.bovespa.com.br>
- Cartilha de Recomendações da CVM. (Junho de 2002). *Sobre Governança Corporativa*. Acesso em Agosto de 2008, disponível em www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=3.
- Costa, O. (2006). *Isto é Dinheiro*. Acesso em Setembro de 2008, disponível em http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/4479_SADIA+SEM+SEGREDOS.
- Dynamo. (2005). *Dynamo Puma Fundo de Investimentos em Ações*. Acesso em Setembro de 2008, disponível em <http://www.dynamo.com.br/narpuma.asp>.
- Economática. (2008). Acesso em 01 de Setembro de 2008

- Fama, E. F. ; Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* , 26, 301-325.
- Folha de São Paulo. (2003). *Entenda o Caso Enron*. Acesso em Agosto de 2008, disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/sinapse/ult1063u416.shtml>.
- Hoshi, T.; Kashyap A., e Scharfstein D. (1991). Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics* , 33-60.
- IBGC. (2008). Acesso em Setembro de 2008, disponível em <http://www.ibgc.org.br>.
- IBGC. (2007). *Código Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Acesso em Setembro de 2008, disponível em <http://www.ibgc.org.br>.
- Kang, Jun-Koo; Stulz, René M. (1997). Is Bank-Centered Corporate Governance Worth it? A Cross Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms During the Asset Price Deflation. *NBER Working Paper n. 6238* , 28.
- La Porta, R.; Shleifer, A.; Lopes-de-Silanes, F.; Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* , 58, 3-27.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação Entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras*. São Paulo: Dissertação Defendida na FEA/USP.
- Laureti, L. (2006). *Uma Década de Governança Corporativa*. São Paulo: Saraiva.
- Matos, Kaime e Filgueiras, Otto. (17 de Junho de 2008). A Evolução do Novo Mercado Entre as Empresas Brasileiras. *Economia Interativa* .
- McKinsey ; Company's Global. (2002). *Investor Opinion Survey Was Undertaken Between April and May*.
- McKinsey; Banco Mundial; Fórum Global de Governança Corporativa. (Julho de 2002). *Global Investor Opinion Survey*. Acesso em Agosto de 2008, disponível em McKinsey: <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>
- Monks, R. A., & Minow, N. (1991). *Corporate Governance*.
- OCDE. (2004). *Publié en Français Sous le Titre: Principes de Gouvernement D'entreprise de l'OCDE*.
- Porter, M. (1992). *Vantagem Competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. Rio de Janeiro, RJ: Campus.
- Sarbanes-Oxley Act, One Hundred Seventh Congress of the United States of America. ("To Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Laws, and For Other Purposes" 30 de julho de 2002).
- Schadewitz, H. J., & Blevins, D. R. (1998). Major Determinants of Interim Disclosures in a Emerging Market. *American Business Review* , n.16, 41-55.
- Serra, R. G., Martelanc, R., Fragata, C. T., & Savóia, J. R. (2009). IGC x Ibovespa: The Impact of the Rally of Stocks Entering the IGC. *Revista de Administração da USP* , v.44, n.3, 190-206.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* , Vol.52, Nr. 2, 737-783.
- The Combined Code Comply or Explain. (2003). *First published 1998. (Hampel Report Combining/Improving Two Previous Codes: Cadbury 1992 and Greenbury 1995)*. New

Code Published in July 2003 by the Financial Reporting Council, and Adopted by the Financial Services Authority's Listing Rules in February.

Weekly, N. (1997). *Corporate Culture*.

Recebido em 23/04/2010 Aprovado em 11/08/2010 Disponibilizado em 30/08/2010 Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>
