

## **Estudo comparativo das práticas de Governança Corporativa recomendados pela Oecd para a América Latina às empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa – Níveis 1, 2 e Novo Mercado.**

### **Autores**

**CARLOS HENRIQUE KITAGAWA**

Universidade de São Paulo

**MAISA DE SOUZA RIBEIRO**

Universidade de São Paulo

### **RESUMO**

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), trouxeram ao mercado acionário brasileiro uma modelagem mais sofisticada às exigidas pela legislação. Entretanto, estarão as empresas brasileiras trabalhando em conformidade com as recomendações internacionais de governança? É esta pergunta que o presente trabalho pretende responder, confrontando as práticas usuais das empresas listadas nesses segmentos da Bovespa aos princípios recomendados pela Oecd para a América Latina. Essa averiguação é justificável pelo fato de que, numa decisão de investimento, o investidor terá um grau de segurança maior ao constatar que o mercado em que ele está disposto a investir tende a acompanhar as recomendações internacionais de governança, garantindo-lhe um melhor nível de evidenciação e mais respeito aos seus direitos. Para tanto, foram coletadas informações disponibilizadas pelas próprias empresas, onde elas, por meio de questionários, responderam sob seu ponto de vista, se seguem essas diretrizes internacionais. Constatamos um bom nível de atendimento às recomendações da Oecd, atingindo um percentual médio de 73,90%, qualificando, dessa maneira, o mercado brasileiro ao padrão internacional das normas recomendadas de governança corporativa.

### **1.INTRODUÇÃO**

No mundo corporativo, os mecanismos de gestão vão se aperfeiçoando cada vez mais à medida que os capitais das empresas vão se pulverizando mundo a fora. Entretanto, apesar dos inúmeros controles já definidos para protegerem os investidores da perda de valor de seus patrimônios, as diversas crises empresariais causadas por fraudes e pela má conduta ética de seus gestores têm levantado questionamentos a respeito dessas ferramentas de controle do negócio. Na tentativa de amenizar esses problemas, a implantação de boas práticas de governança corporativa tem se mostrado a principal ferramenta de conciliação dos interesses dos investidores e das empresas, e é vista como uma alternativa a mais de controle e de fiscalização das ações executadas pelos gestores.

Posteriormente, pesquisas acadêmicas constataram que boas práticas de governança ajudaram a desenvolver os mercados de capitais, já que diante de uma maior transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade no tratamento dos acionistas, foi observada uma maior valoração das ações, aumento do volume de negociações e aumento de liquidez (CARVALHO, 2003). Tendo em vista estas tendências, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) lançou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que são segmentos de listagens especiais destinadas à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas crescentes de governança e evidenciação adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Todos esses fatores influenciam nas oportunidades de investimento, pois os riscos podem ser mensurados de maneira mais eficiente e também limitam o poder discricionário dos controladores sobre os minoritários, funcionando como garantia de seus direitos. Entretanto, faz-se necessário verificar se as regras de governança e evidenciação que são praticadas pelas empresas integrantes desses segmentos de listagem da Bovespa funcionam em conformidade com os padrões recomendados internacionalmente. Os padrões internacionais considerados neste trabalho são os princípios de governança corporativa da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (Oecd).

A Oecd, entidade organizada para promover o crescimento econômico sustentável e o desenvolvimento da economia mundial, tem realizado trabalhos no sentido de promover práticas de governança corporativa em todo o mundo. No caso específico da América Latina, a Oecd promoveu uma série de discussões (*Latin America Roundtable*) com a participação de políticos, representantes de entidades reguladoras, líderes corporativos, investidores e outras organizações não governamentais, com a finalidade de resumir objetivos políticos em comum e reformas prioritárias para a região. Neste relatório, intitulado de “*White Paper on Corporate Governance in Latin America*”, examina a importância da boa governança corporativa para a região, discute tendências e recomenda uma série de princípios (*Oecd Principles of Corporate Governance*) para que sejam utilizados como diretrizes para a implantação de práticas de governança corporativa nos países da América Latina. Foram feitos trabalhos similares na Rússia, Ásia, Sudeste Europeu e Eurásia.

Neste contexto, perguntou-se: estarão as empresas brasileiras, que têm suas ações negociadas nesses segmentos especiais da Bovespa, trabalhando em conformidade com as normas de governança corporativa propostas pela Oecd?

## **2. OBJETIVO**

Esta pesquisa tem por objetivo comparar o modelo de governança corporativa praticada pelas empresas integrantes do Nível 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa com os princípios de governança recomendados pela Oecd para os países da América Latina.

## **3. JUSTIFICATIVA**

A presente pesquisa é justificável pela importância atribuída atualmente ao tema governança corporativa, tendo em vista o crescente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil com o advento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa (Nível 1, 2 e Novo Mercado), à produção científica pouco desenvolvida em nosso país e também para identificação das práticas brasileiras frente às recomendações da Oecd para a América Latina.

## **4. METODOLOGIA**

Neste estudo, a abordagem metodológica será a dedutiva. A premissa utilizada é de que as empresas listadas nos segmentos com níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa seguem os princípios recomendados pela Oecd para a América Latina. Para verificar se esta premissa é verdadeira, o procedimento metodológico a ser utilizado será o descritivo. Na pesquisa descritiva os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados sem a interferência do pesquisador (HARADA; CONTE; 2004). Neste trabalho, foram coletadas informações disponibilizadas pelas próprias empresas, onde

elas, por meio de questionários, responderam sob seu ponto de vista, se seguem os princípios de governança corporativa recomendados pela Oecd para a América Latina. Para tanto, foram formuladas 20 questões baseadas nesses princípios, e encaminhadas via e-mail aos diretores de Relações com Investidores (RI) das empresas listadas no Nível 1, 2 e Novo Mercado, no final do 1º trimestre de 2005, conforme demonstrado na tabela abaixo.

**Tabela 1: Empresas pesquisadas**

Nome da empresa	Nome de Pregão	Segmento de Listagem	Listadas na Nyse
Cia Concessões Rodoviárias	CCR RODOVIAS	Novo Mercado	Não
Cia Saneamento Básico do Est de São Paulo	SABESP	Novo Mercado	Sim
CPFL Energia S.A.	CPFL ENERGIA	Novo Mercado	Sim
Diagnósticos da América S.A.	DASA	Novo Mercado	Não
Grendene S.A.	GRENDENE	Novo Mercado	Não
Natura Cosméticos S.A.	NATURA	Novo Mercado	Não
Porto Seguro S.A.	PORTO SEGURO	Novo Mercado	Não
ALL América Latina Logística S.A.	ALL AMER LAT	Nível 2	Não
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	CELESC	Nível 2	Não
Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.	ELETROPAULO	Nível 2	Não
Eternit S.A.	ETERNIT	Nível 2	Não
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	GOL	Nível 2	Sim
Marcopolo S.A.	MARCOPOLO	Nível 2	Não
Net Serviços de Comunicação S.A.	NET	Nível 2	Não
Suzano Petroquímica S.A.	SUZANO	Nível 2	Não
Aracruz Celulose S.A.	ARACRUZ	Nível 1	Sim
Banco Bradesco S.A.	BRABESCO	Nível 1	Sim
Banco Itau Holding Financeira S.A.	ITAUBANCO	Nível 1	Sim
Brasil Telecom S.A.	BRASIL TELECOM	Nível 1	Sim
Cia Brasileira de Distribuição	P. AÇUCAR - CBD	Nível 1	Sim
Cia Energética de Minas Gerais	CEMIG	Nível 1	Sim
Braskem S.A.	BRASKEM	Nível 1	Sim
Cia Hering	CIA HERING	Nível 1	Não
Cia Vale do Rio Doce	VALE R DOCE	Nível 1	Sim
Gerdaul S.A.	GERDAUL	Nível 1	Sim
Klabin S.A.	KLABIN S/A	Nível 1	Não
Perdigão S.A.	PERDIGÃO S/A	Nível 1	Sim
Ripasa S.A Celulose e Papel	RIPASA	Nível 1	Não
Sadia S.A.	SADIA S/A	Nível 1	Sim
Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A.	UNIBANCO	Nível 1	Sim
Votorantim Celulose e Papel S.A.	VCP	Nível 1	Sim
Weg S.A.	WEG	Nível 1	Não

Uma informação relevante para análise dos tópicos da pesquisa, é a quantidade de empresas que são listadas na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse). Para que a empresa seja listada neste mercado, são exigidas regras rígidas de evidenciação e transparência. Das empresas do Nível 1 que foram pesquisadas, 76,47% delas possuem também suas ações negociadas na Nyse, índice muito superior ao apurado para as empresas do Nível 2 (12,50%) e do Novo Mercado (28,57%). Esses números estão apresentados na tabela abaixo.

**Tabela 2: Empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse)**

Segmento de listagem	Nº de empresas no segmento	Nº de empresas listadas na Nyse	Percentual
Nível 1	17	13	76,47%
Nível 2	8	1	12,50%
Novo Mercado	7	2	28,57%
<b>TOTAL</b>	<b>32</b>	<b>16</b>	<b>50,00%</b>

## 5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os questionários enviados às empresas tiveram um índice de retorno de 71,88% no total dos três segmentos, sendo assim subdividido:

**Tabela 3: Índice de participação das empresas**

Segmento de Listagem	Nº empresas pesquisadas	Nº empresas que responderam	Índice de Participação (%)
Nível 1	17	13	76,47%
Nível 2	8	5	62,50%
Novo Mercado	7	5	71,43%
<b>Total</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>71,88%</b>

O questionário foi formulado utilizando-se como base as recomendações de governança corporativa da Oecd para a América Latina, contida no relatório “*White Paper on Corporate Governance in Latin America*” elaborado pela referida entidade. Os formulários de perguntas foram subdivididos em 5 tópicos: (1) Direito dos Acionistas; (2) Tratamento Equitativo; (3) Relacionamento com Stakeholders; (4) Evidenciação e Transparência; e (5) Responsabilidade e Supervisão dos Administradores.

### 5.1 Primeiro tópico: Direito dos Acionistas

De acordo com o relatório da Oecd para a América Latina, este item tem como foco principalmente o respeito aos direitos de votos dos acionistas.

Para o atendimento desses objetivos, a Oecd recomenda que os sistemas de fiscalização e normatização dos países deveriam atuar de modo mais forte e efetivo para a proteção dos acionistas minoritários, garantindo seus direitos de votos. Além disso, o relatório menciona que deveriam ser dados avanços no sentido de facilitar a efetiva participação de todos os acionistas em reuniões gerais das empresas, inclusive dos acionistas estrangeiros, por meio de canais de informações e tecnologias de comunicação, facilitando a disseminação de informações corporativas.

**Tabela 4: 1º tópico do questionário**

PERGUNTAS		Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Média
1	Possibilidade de participação efetiva de todos os acionistas nas Reuniões Gerais da companhia.	100,00%	80,00%	84,62%	88,21%
2	Acesso fácil às informações e eventos corporativos (Site RI, Press Releases, Serviços de Informações aos Acionistas, etc).	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
3	Definição e divulgação de regras em que a empresa estabelece direito de voto a todos os acionistas (inclusive PN) para tratar de assuntos estratégicos que possam alterar	100,00%	100,00%	46,15%	82,05%

	as características da empresa (transformação, incorporação, cisão, fusão e transações entre empresas do mesmo grupo controlador).				
4	Adesão a Câmara de Arbitragem.	100,00%	100,00%	7,69%	69,23%
	<b>Média Geral</b>	<b>100,00%</b>	<b>95,00%</b>	<b>59,62%</b>	<b>84,87%</b>

**Questão 1:** A participação efetiva de todos os acionistas nas reuniões gerais da empresa é um item considerado importante para que seus direitos sejam respeitados. De modo geral, todos os segmentos tiveram uma média elevada, prevalecendo uma média geral de 88,21%, com destaque para o Novo Mercado, onde o percentual atingiu 100%, ou seja, todas as empresas pesquisadas do Novo Mercado abrem a possibilidade dos acionistas participarem de suas reuniões e decidirem conjuntamente sobre pontos estratégicos da gestão.

**Questão 2:** Segundo a Oecd (2003, p.16), o sistema regulador e as práticas das empresas deveriam ser adaptados para acomodar novas informações e tecnologias de comunicação para melhorar e facilitar a disseminação de informação corporativa. Ferramentas como *site* de RI, *Press Releases*, Serviços de Informações aos Acionistas, dentre outros, são facilidades que os acionistas têm o direito de usufruir, para análise de seu investimento, acompanhamento da gestão e de seu desempenho, etc. Todas as empresas pesquisadas afirmaram possuírem estas ferramentas.

**Questão 3:** Entende-se como um direito de todos os acionistas o direito a voto em questões estratégicas da companhia, em que possam ser alteradas as características da empresa, pois essa decisão tem impacto direto sobre o seu investimento, e podem alterar o perfil de risco de suas ações. Por estar previsto no regulamento de listagem dos segmentos do Novo Mercado e Nível 2, todas as empresas pesquisadas desses segmentos afirmaram conceder esse direito aos acionistas. No Nível 1, apesar desta regra não ser obrigatória, cerca de 46% das empresas pesquisadas afirmam conceder direito a voto a todos os acionistas nestes assuntos.

**Questão 4:** Assim como na questão anterior, a adesão à Câmara de Arbitragem é um dos requisitos para participar do Novo Mercado e Nível 2. A Câmara é entendido como um direito do acionista, pois viabiliza a resolução de problemas fora da justiça comum, economizando tempo e diminuindo a burocracia. Entretanto, somente uma empresa do Nível 1 aderiu à Câmara.

**Análise 1º Tópico:** De modo geral, o Novo Mercado e o Nível 2 se destacam em relação ao Nível 1 neste tópico. Conforme pode ser observado na tabela acima, o Novo Mercado atendeu a 100% dos requisitos recomendados pela Oecd, e o Nível 2 atingiu uma média de 95%. O Nível 1 não apresentou um resultado melhor devido a pouca adesão à Câmara de Arbitragem e à não extensão a todos os acionistas (inclusive PN) de direito a votos em determinados assuntos estratégicos da empresa.

## 5.2 Segundo tópico: Tratamento Equitativo

Os princípios recomendados pela Oecd priorizam neste tópico o tratamento justo em casos de mudanças de controle acionário. Para tanto, o relatório recomenda que a estrutura legal dos países deveria informar, de modo explícito e antecipadamente, como os acionistas minoritários serão tratados em casos de mudanças no controle acionário.

Tabela 5: 2º tópico do questionário

PERGUNTAS	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Média
-----------	--------------	---------	---------	-------

5	Definição e divulgação de regras em que a empresa estabelece como serão tratados os acionistas minoritários nos casos em que houver mudança no controle societário.	100,00%	100,00%	76,92%	92,31%
6	Definição e divulgação de regras em que a empresa estabelece a participação de representantes de acionistas minoritários no Conselho de Administração.	80,00%	40,00%	76,92%	65,64%
7	Definição e divulgação de regras em que a empresa estabelece a participação de representantes de acionistas minoritários em cargos de direção	20,00%	0,00%	23,08%	14,36%
<b>Média Geral</b>		<b>66,67%</b>	<b>46,67%</b>	<b>58,97%</b>	<b>57,44%</b>

**Questão 5:** Em casos de mudança de controle acionário, os regulamentos de listagem do Novo Mercado e do Nível 2 garantem proteção aos acionistas minoritários ao determinar que, em caso de venda do controle acionário, o comprador deverá estender a oferta de compra aos demais acionistas, pagando 100% do valor (pago ao controlador vendedor) aos detentores de ações ordinárias e, no mínimo, 70% do valor aos titulares de ações preferenciais. Embora não seja um item obrigatório para as empresas do Nível 1, aproximadamente 77% delas afirmam estender esse benefício aos investidores.

**Questão 6:** Entende-se que a participação de representantes de acionistas minoritários nos conselhos de administração da empresa é uma forma de tratar equitativamente todos os acionistas, respeitando seus direitos, e evitando a expropriação de seu capital pelos acionistas controladores em atitudes que atendam somente seus próprios interesses.

Conforme respostas obtidas, o Novo Mercado apresentou o maior índice, chegando a 80% das empresas pesquisadas. Já no caso do Nível 2, este índice chegou a 40%, bastante inferior ao índice obtido pelo Nível 1 (76,92%).

**Questão 7:** Complementando a questão anterior, esta pergunta está de acordo com uma das recomendações da Oecd (2003, p.16), que diz que as empresas deveriam dar a oportunidade aos acionistas minoritários de elegerem diretores.

Das 23 empresas que responderam o questionário, somente quatro afirmaram possuir regras estabelecendo a participação de representantes de acionistas minoritários em cargos de direção, sendo uma do Novo Mercado e três do Nível 1.

**Análise do 2º tópico:** No geral, o item “Tratamento Equitativo” teve uma média razoável de 57,44%, porém abaixo do esperado. Entretanto, apesar do modesto resultado, influenciado principalmente pela questão 7, os itens mais importantes para os acionistas, descritos nas questões 5 e 6, tiveram boa representatividade, destacando-se o Novo Mercado e o Nível 1 que obtiveram índices superiores às empresas do Nível 2.

### 5.3 Terceiro tópico: Relacionamento com os *Stakeholders*

Os princípios de governança corporativa recomendados pela Oecd para este item, focam-se principalmente na divulgação, de forma voluntária, das ações corporativas relacionadas com os direitos dos empregados e outros *stakeholders*, e meios para encorajar e facilitar a divulgação de comportamentos antiéticos dos conselhos e dos administradores.

**Tabela 6: 3º tópico do questionário**

PERGUNTAS		Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Média
8	Disponibilização de relatório, em base anual, das relações da empresa com <i>stakeholders</i> (Balanço Social).	80,00%	80,00%	92,31%	84,10%
9	Implantação e divulgação do Código de Ética da empresa.	40,00%	40,00%	84,62%	54,87%

<b>Média Geral</b>	<b>60,00%</b>	<b>60,00%</b>	<b>88,46%</b>	<b>69,49%</b>
--------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

**Questão 8:** De acordo com os dados coletados, 92,31% das empresas do Nível 1 afirmaram disponibilizar informações sociais, contra 80% das empresas do Nível 2 e do Novo Mercado. O alto índice alcançado nesta pergunta demonstra a crescente preocupação das empresas em melhorar suas imagens corporativas perante a sociedade por meio de ações responsáveis e éticas.

**Questão 9:** Neste item, as informações coletadas apontam para números inesperados. Somente 40% das empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado afirmam terem implantado e divulgado seus códigos de ética. Já para o segmento do Nível 1, cerca de 85% das empresas pesquisadas afirmam ter esta política implantada e divulgadas aos acionistas e *stakeholders*.

**Análise do 3º tópico:** No contexto geral, o item de relacionamento com *stakeholders* mostrou-se melhor representado pelo Nível 1 da Bovespa, devido principalmente ao fato de que grande parte das empresas listadas neste segmento possuem também suas ações negociadas na Nyse e por sua posição ética de manter um compromisso com os *stakeholders* por meio do estabelecimento de regras e procedimentos que regulam as ações empresariais.

#### 5.4 Quarto tópico: Evidenciação e Transparência

De acordo com os princípios recomendados pela Oecd, este tópico deve abordar principalmente os seguintes itens:

- A qualidade e integridade dos relatórios financeiros;
- Evidenciação do quadro societário dos principais acionistas;
- Conflitos de interesse e transações com partes relacionadas;
- Retenção temporária de informação;
- Política de governança corporativa.

**Tabela 7: 4º tópico do questionário**

PERGUNTAS		Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Média
10	Disponibilização de demonstrativos financeiro de acordo com as normas internacionais de contabilidade (US GAAP ou IAS).	80,00%	60,00%	76,92%	72,31%
11	Publicação de relatórios em padrões internacionais (IFRS - International Financial Reporting Standards).	40,00%	20,00%	23,08%	27,69%
12	Auditoria independente de acordo com as normas internacionais de contabilidade.	100,00%	80,00%	84,62%	88,21%
13	Demonstração do quadro societário completo, desmembrando até o nível de pessoa física.	100,00%	60,00%	61,54%	73,85%
14	Evidenciação junto aos relatórios financeiros de transações com partes relacionadas	100,00%	80,00%	92,31%	90,77%
15	Definição e divulgação da regras de transação com partes relacionadas	80,00%	60,00%	92,31%	77,44%
16	Definição e divulgação da política de divulgação de informações	80,00%	100,00%	92,31%	90,77%
17	Definição e divulgação da política de governança corporativa	80,00%	80,00%	84,62%	81,54%
<b>Média Geral</b>		<b>82,50%</b>	<b>67,50%</b>	<b>75,96%</b>	<b>75,32%</b>

**Questão 10:** A disponibilização de demonstrativos financeiros de acordo com as normas internacionais de contabilidade estão previstos no regulamento de listagem do Nível 2 e Novo Mercado. Porém, verifica-se que apenas 60% das empresas do Nível 2 e 80% do Novo Mercado atendem essas regras da Bovespa. Isso se deve ao fato de que as empresas, a partir da adesão ao segmento de listagem, tem um prazo de até dois anos para se adequarem ao regulamento. No caso das empresas do Nível 1, o percentual de empresas que disponibilizam os demonstrativos de acordo com regras internacionais de contabilidade mostra-se superior às empresas do Nível 2, atingindo um total de 76,92%. Embora não tenham obrigatoriedade, as empresas do Nível 1 divulgam essas informações pelo fato de que grande parte das empresas estarem listadas também na Nyse, conforme demonstrado no quadro 2.

**Questão 11:** Esta pergunta foi formulada de acordo com a recomendação da Oecd (2003, p.20) que menciona que as normas de contabilidade nacionais deveriam incorporar os *International Financial Reporting Standards (Ifrs)*, mesmo que seja de forma voluntária. Este modelo possui a virtude de serem conhecidos pelos usuários internacionais, que de imediato agregará confiabilidade às informações prestadas pelas empresas, aumentando suas chances de captação e de exposição mundial.

O resultado da pesquisa aponta que ainda poucas empresas brasileiras adotam esta sistemática. Apenas as empresas que possuem suas ações listadas em bolsas estrangeiras ou que possuem algum outro tipo de operação com instituições internacionais é que afirmaram publicarem seus relatórios no padrão internacional, perfazendo uma média geral de 27,69% nos três segmentos.

**Questão 12:** A Oecd (2003, p.20) declara que os relatórios financeiros deveriam ser auditados por um independente, competente e qualificado de acordo com os mais altos padrões internacionais. Seguindo esta diretriz, a Bovespa, nos regulamentos de listagem do Nível 2 e Novo Mercado, exige a auditoria por empresas de experiência comprovada no exame de demonstrações financeiras elaboradas de acordo com os padrões US-Gaap ou IAS, conforme o caso.

No Novo Mercado esta exigência está sendo 100% cumprida, e o Nível 2 obteve um índice de 80% pelo fato da empresa estar dentro do período de transição de normas. Já nas empresas do Nível 1, o índice de aderência chegou a 84,62%, superior ao número alcançado pelas empresas do Nível 2. Este fato pode ser explicado pelas características das empresas do Nível 1, participantes em maior proporção na Bolsa de Valores de Nova York ou de forte atuação no mercado financeiro internacional.

**Questão 13:** Esta pergunta está de acordo com o posicionamento da Oecd (2003, p.21) sobre evidenciação do quadro societário, mencionando que a estrutura legal do país deveria permitir esta evidenciação com a finalidade de conseguir informações sobre obtenção de vantagens por parte de proprietários e controladores.

De acordo com o regulamento de listagem, os três segmentos são obrigados a informar a posição acionária de todo investidor que detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física. O resultado da pesquisa mostra que todas as empresas do Novo Mercado cumprem esta exigência. Porém as empresas do Nível 1 e 2 ficaram abaixo da expectativa, atingindo percentuais de 61,54% e 60%, respectivamente.

**Questão 14:** O resultado desta pergunta aponta que 100% das empresas do Novo Mercado evidenciam junto aos relatórios financeiros as transações com partes relacionadas.

As Companhias do Nível 1 e 2 também atingiram percentuais elevados, chegando perto dos 92% e 80%, respectivamente.

**Questão 15:** Esta questão é um complemento da anterior, pois esclarece se a empresa possui e divulga regras para o mercado de como ela trata as relações com partes relacionadas. Esta pergunta esta de acordo com a seguinte diretriz da Oecd (2003, p.22) que diz que as companhias deveriam evidenciar de forma nítida suas políticas com respeito às transações com partes relacionadas por causa de potenciais conflitos de interesse dos proprietários controladores, diretores e gerentes com os acionistas minoritários.

O resultado da pesquisa mostra que as empresas do Nível 1 definem e divulgam suas regras de transações com partes relacionadas num índice maior que as empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado.

**Questão 16:** A boa governança e responsabilidades dos administradores e do conselho são atributos da total transparência e evidenciação (Oecd, 2003, p. 23). A definição e divulgação da política de disseminação de informações por parte da empresa fazem parte desse contexto. A pesquisa demonstra que todos os segmentos de listagem possuem altos índices de divulgação de regras de disseminação de informação, com destaque para o Nível 2, onde o percentual atingiu a 100% das empresas.

**Questão 17:** No tópico do relatório da Oecd (2003, p.24) que trata sobre as Políticas de Governança Corporativa, recomenda que todas as companhias listadas deveriam prover, no mínimo em base anual, de informações atualizadas da estrutura de governança interna e suas práticas, e que essa informação deveria ser prestada pelo Conselho da Administração, ou, onde existir, pelo Comitê de Governança Corporativa.

Das empresas pesquisadas, os três segmentos de listagens apresentaram índices semelhantes, atingindo uma média geral de 81,54%.

**Análise do 4º tópico:** Analisando de forma genérica todos os itens pesquisados relativos ao tópico “Evidenciação e Transparência”, percebe-se que o Novo Mercado é o segmento de listagem que apresenta maior índice percentual, alcançando 82,50%. Entretanto, verifica-se que o Nível 2 ficou num patamar abaixo do esperado, atingindo 67,50%, inferior ao índice apresentado pelas empresas do Nível 1 (75,96%).

A posição do Nível 1 pode ser explicada novamente pelo fato de terem mais empresas listadas na Bolsa de Nova York, cujas exigências de evidenciação e transparência são mais rigorosas.

### 5.5 Quinto Tópico: Responsabilidade e Supervisão dos Administradores

De acordo com as recomendações da Oecd (2003, p.24), este último tópico do questionário tem como objetivo verificar o posicionamento das empresas em relação às responsabilidades e supervisão dos administradores como forma de garantir o controle e os resultados esperados pelos acionistas.

**Tabela 8: 5º tópico do questionário**

	PERGUNTAS	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Média
18	Respeito e cumprimento às regras de governança corporativa (Assinatura do termo de anuência).	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
19	Criação de comitês para discussão de itens estratégicos de gestão, tais como, comitê de remuneração, de auditoria, transação entre partes relacionadas, etc, sendo a maioria de	80,00%	60,00%	69,23%	69,74%

	seus membros independentes do acionista controlador.				
20	Definição e divulgação de regras e procedimentos de atuação do Conselho de Administração, dos administradores, periodicidade dos mandatos, número de membros do conselho, critérios de qualificação de diretores e conselheiros, entre outros.	80,00%	60,00%	92,31%	77,44%
<b>Média Geral</b>		<b>86,67%</b>	<b>73,33%</b>	<b>87,18%</b>	<b>82,39%</b>

**Questão 18:** Ao ingressar nestes segmentos de listagens da Bovespa, as empresas devem primeiramente concordar com as regras do mercado, obtendo o termo de anuência dos Administradores e Conselheiros. Este procedimento é necessário para garantir a integridade da gestão empresarial e ciência dos regulamentos de listagem.

O resultado da pesquisa demonstra que todas as empresas pesquisadas possuem a concordância dos administradores e conselheiros em relação ao cumprimento das regras de governança corporativa da Bovespa específicas para cada segmento.

**Questão 19:** A criação de comitês específicos em uma empresa tem como função garantir a independência de sua gestão em relação a assuntos que possam gerar conflitos de interesses. A independência dos membros destes comitês é parte fundamental para sua efetiva integridade e funcionalidade, pois, caso contrário, o debate não será válido e digno de confiabilidade por parte dos investidores.

Como resultado desta questão, verifica-se que o Novo Mercado é o segmento com maior número de empresas que adotam os comitês como forma de debater e fiscalizar a gestão dos administradores de maneira independente do acionista controlador, chegando a um índice de 80%. Os segmentos do Nível 1 e 2 ficaram em patamares similares, porém com uma leve vantagem do Nível 1, atingindo um índice de 69,23% contra 60% do Nível 2.

**Questão 20:** A definição e divulgação de regras e procedimentos de atuação dos Conselhos e administradores das empresas é uma forma de garantir aos investidores a integridade e transparência das ações das pessoas que ocupam estes cargos, evitando dessa forma, possíveis atos que possam gerar conflitos de interesse.

A pesquisa demonstra que cerca de 92,31% das empresas do Nível 1 definem estas políticas, ficando, inclusive, acima do índice apresentado pelo Novo Mercado (80%). As empresas do Nível 2 não apresentaram números satisfatórios para este tópico, atingindo somente 60% das empresas pesquisadas.

**Análise do 5º tópico:** De modo geral, este tópico da pesquisa aponta que as empresas do Novo Mercado e do Nível 1 possuem características semelhantes em relação à responsabilidade e supervisão dos administradores, chegando a um resultado aproximado de 87%. Já as empresas do Nível 2 apresentaram índices abaixo do esperado, ficando em média, com 73,33% de aderência às recomendações da Oecd.

## 5.6 Análise geral dos tópicos

Os números apresentados neste capítulo levam à conclusão de que o Novo Mercado é o segmento que mais se aproxima das diretrizes recomendadas pela Oecd para os países da América Latina. O que gerou surpresa nesta pesquisa é o fato de que as empresas do Nível 1 se posicionaram melhor em relação às empresas do Nível 2. Essa surpresa se deve ao fato de que as regras de governança da Bovespa são crescentes em termos de exigências, ou seja, esperava-se que os segmentos que mais se aproximassem das recomendações da Oecd fossem

o Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, respectivamente. A tabela abaixo resume os resultados obtidos nesta pesquisa.

**Tabela 9: Resumo dos resultados por tópico**

Segmento	1º tópico	2º tópico	3º tópico	4º tópico	5º tópico	Média Geral
Novo Mercado	100,00%	66,67%	60,00%	82,50%	86,67%	<b>79,17%</b>
Nível 2	95,00%	46,67%	60,00%	67,50%	73,33%	<b>68,50%</b>
Nível 1	59,62%	58,97%	88,46%	75,96%	87,18%	<b>74,04%</b>
<b>Média Geral</b>	<b>84,87%</b>	<b>57,44%</b>	<b>69,49%</b>	<b>75,32%</b>	<b>82,39%</b>	<b>73,90%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>22,01%</b>	<b>10,09%</b>	<b>16,43%</b>	<b>7,52%</b>	<b>7,85%</b>	<b>5,34%</b>

O desempenho das empresas do Novo Mercado pode ser explicado pelo fato de que seu regulamento de listagem é bastante restritivo, e impõe uma série de requisitos para operar neste mercado, exigindo alto nível de profissionalismo dos administradores da empresa, com o fornecimento de informações úteis e relevantes aos seus investidores e com mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Tal fato pode ser comprovado observando o quadro acima, onde os direitos dos acionistas (1º tópico), divulgação e transparência (4º tópico) e responsabilidade e supervisão dos administradores (5º tópico) apresentaram elevados índices.

As empresas do Nível 1 tiveram um surpreendente resultado, superando os índices alcançados pelo Nível 2. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que 76,47% das empresas listadas neste segmento também possuem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse), onde a exigência por regras mais rígidas de transparência, governança e de responsabilidades dos dirigentes das empresas são fundamentais para adesão ao mercado. Outro fator que alavancou a posição obtida por este segmento é o forte relacionamento que as empresas mantêm com seus *stakeholders* (3ºtópico), atingindo um resultado de 88,46% de aderência às diretrizes da Oecd. Porém, o ponto fraco do Nível 1 é facilmente identificado observando-se seu desempenho no primeiro e segundo tópico desta pesquisa, que tratam, respectivamente, dos direitos dos acionistas e do tratamento equitativo, sendo que o primeiro apresenta uma grande diferença entre os demais segmentos. Tal evidência também foi comprovada numa pesquisa realizada por Peixe (2003, p.87), em que os itens como o direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, a garantia dos minoritários de vender suas ações ao mesmo preço que o controlador em caso de venda do bloco de controle (*Tag Along*), e a Adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários foram considerados obstáculos à migração das empresas do Nível 1 para níveis mais elevados de governança da Bovespa, e suas perspectivas para atender a esses requisitos são de médio prazo.

O Nível 2, apesar de ficar em último lugar na comparação com os demais segmentos, apresentou números razoáveis de aderência às recomendações da Oecd, atingindo um percentual médio geral de 68,50%. O destaque do segmento é representado pelo primeiro tópico da pesquisa que trata dos direitos dos acionistas, chegando aos 95,00%, bem próximo ao índice alcançado pelo Novo Mercado (100%). Os demais tópicos analisados ficaram bem aquém do esperado.

## 6. CONCLUSÃO

Há alguns anos, o tema “governança corporativa” era pouco discutido e difundido no meio empresarial, porém, com o desenvolvimento econômico, o aumento significativo de

agentes envolvidos no financiamento das empresas, notadamente, aqueles de menor expressão econômica, entre outras razões, fizeram com que o detalhamento das informações sobre a condução das companhias passasse a ser fundamental para o aporte de novos recursos e manutenção dos já existentes.

No Brasil, a iniciativa de modernizar e dar transparência nas relações entre empresas e investidores não foi do governo, mas sim do setor privado, que por intermédio da Bovespa, criou os segmentos diferenciados de governança corporativa, com regras restritivas, porém de acesso voluntário, que garantam aos investidores um nível mínimo de transparência, respeito aos direitos dos acionistas e responsabilidades dos administradores.

Diante desses fatos, esta pesquisa se propôs a comparar os três níveis de governança corporativa da Bovespa aos princípios recomendados pela Oecd para a América Latina. Para atingir tal objetivo, foi elaborada uma série de perguntas, agrupadas em cinco tópicos que expressam essas diretrizes, e enviadas às empresas integrantes do Nível 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa. Pode-se dizer que, em essência, essas recomendações da Oecd são uma tentativa de convergência mundial das regras de governança corporativa, respeitando-se, porém, as diferenças culturais e normativas de cada macro-região do planeta, com a finalidade de garantir uma maior proteção aos investidores minoritários, fornecendo mais qualidade às informações corporativas divulgadas para o mercado, e minimizando os riscos de expropriação dos capitais investidos nas empresas. Essas recomendações da Oecd são amparadas por estudos técnicos, sem vieses governamentais ou políticos, visando unicamente melhorar as relações entre as empresas e investidores, possuindo apenas caráter sugestivo de boas práticas.

Foi constatado nos resultados desta pesquisa que, de modo geral, as práticas das empresas listadas nos segmentos da Bovespa tendem a se aproximar das recomendações da Oecd. Em termos numéricos, a média geral dos três segmentos atingiu 73,90% de adesão a essas diretrizes, com desvio padrão de pouco mais de cinco pontos percentuais. Numa análise individual dos tópicos, os itens que mais se aproximaram do proposto pela Oecd são os que se referem aos direitos dos acionistas (1º tópico), e o que trata sobre a responsabilidade e supervisão dos administradores (5º tópico), sendo que ambos ficaram acima dos 80% de atendimento às recomendações da Oecd. O item de divulgação e transparência (4º tópico), que também possui grande importância para o mercado, obteve um resultado de 75,32% de aderência, conforme dados apresentados no capítulo anterior.

Diante desses números, podemos concluir que o mercado brasileiro de capitais, representado nesta pesquisa pelas empresas integrantes dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa, possuem um bom nível de aderência às práticas recomendadas pela Oecd, e essa informação é útil para a tomada de decisões de investimentos, dada a segurança de que as empresas que atuam neste mercado tendem a acompanhar as recomendações internacionais de governança corporativa, e que podem resultar em aumento no número de investidores no mercado de capitais, aumento da liquidez, melhores condições de financiamentos pelas empresas, etc. Além disso, esses resultados indicam que a iniciativa da Bovespa está no caminho certo de desenvolver e de aumentar a liquidez do mercado, e tem sido vista como uma alternativa viável para driblar os obstáculos burocráticos da legislação brasileira.

Muitos passos ainda devem ser dados para se chegar ao nível de desenvolvimento dos chamados países de “primeiro mundo”. Porém pode-se dizer que esses são os primeiros passos de uma longa jornada. Deve-se trabalhar duramente para aprimorar o quadro institucional brasileiro, formulando regras que garantam o compromisso de respeito e equidade entre os acionistas e investidores. Além disso, é necessário também um envolvimento cada vez maior do Banco Central, CVM, Bndes, Bovespa e investidores

institucionais para consolidar e popularizar o conceito de governança corporativa no Brasil. Entende-se serem estes os fatores chaves para o desenvolvimento e democratização do mercado de capitais no país.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado. São Paulo: BOVESPA, s.d.b 36p.

\_\_\_\_\_. Níveis diferenciados de governança corporativa. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d a 36p.

\_\_\_\_\_. Novo Mercado. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d c 37p.

CARVALHO, ANTONIO G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA: Trabalho preparado para a BOVESPA. Versão Janeiro 2003. 28 p. Departamento de Economia, Universidade de São Paulo

HARADA, Elaine; CONTE, Tayana. Pesquisa Científica. Universidade Federal do Amazonas. Departamento de ciência da Computação. Arquivo eletrônico disponível em: <[www.dcc.ufam.edu.br/~elaine/MCCC05\\_2004.ppt](http://www.dcc.ufam.edu.br/~elaine/MCCC05_2004.ppt)> Acessado em: 25 mar 04.

OECD. White Paper on Corporate Governance in Latin America. 2003. 77 p. Arquivo disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/25/2/18976210.pdf>

PEIXE, FRANCIANE C. DARÓS; *Novo Mercado: Obstáculos e Atrativos para as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa*. Dissertação de Mestrado defendido na FEA/USP, 2003. 89p.

### 7.1 Bibliografia Complementar

ASSAF NETO, ALEXANDRE. Mercado Financeiro. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 397 p.

BOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado. São Paulo: BOVESPA, s.d.b 36p.

\_\_\_\_\_. Níveis diferenciados de governança corporativa. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d a 36p.

\_\_\_\_\_. Novo Mercado. Versão posterior à Lei 10.303 Nova Lei das S.A.s e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, s.d c 37p.

CARLSSON, ROLF H. Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy. 1 ed. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307 p.

CARVALHO, ANTONIO G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA: Trabalho preparado para a BOVESPA. Versão Janeiro 2003. 28 p. Departamento de Economia, Universidade de São Paulo

\_\_\_\_\_. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, v.37, n.3, p.19-32, Jul./Set. 2002.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Governança Corporativa - A Cartilha da CVM. Palestra proferida pela Diretora da CVM Norma Parente. Arquivo disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/governanca.zip>. Acesso em Abril/2005.

FACHIN, Odília. Fundamentos de Metodologia. São Paulo: Atlas, 1993. 153 p.

GODOY, Arilda Schmidt. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *RAE – Revista de Administração e Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, Mar./Abr.1995.

\_\_\_\_\_. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. *RAE – Revista de Administração e Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-9, Mai./Jun. 1995.

\_\_\_\_\_. Pesquisa qualitativa e sua utilização em Administração de Empresas. *RAE – Revista de Administração e Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 65-71, Jul./Ago. 1995.

HARADA, Elaine; CONTE, Tayana. Pesquisa Científica. Universidade Federal do Amazonas. Departamento de ciência da Computação. Arquivo eletrônico disponível em: <[www.dcc.ufam.edu.br/~elaine/MCCC05\\_2004.ppt](http://www.dcc.ufam.edu.br/~elaine/MCCC05_2004.ppt)> Acessado em: 25 mar 04.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E.; VAN BREDÁ, M. Teoria da contabilidade. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 550 p.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M.. Metodologia Científica. São Paulo: Atlas, 1986. 231 p.

LANZANA, A. P.. Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras. Dissertação de Mestrado defendido na FEA/USP, 2004.

LODI, J. B. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190p.

OECD. White Paper on Corporate Governance in Latin America. 2003. 77 p. Arquivo disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/25/2/18976210.pdf>

PATEL, Sandeep A.; BALIC, Amra; BWAKIRA, Liliane; Measuring Transparency and Disclosure at Firm-level in Emerging Markets. Standard & Poor's. New York, 2002. 19p.

PEIXE, FRANCIANE C. DARÓS; *Novo Mercado: Obstáculos e Atrativos para as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa*. Dissertação de Mestrado defendido na FEA/USP, 2003. 89p.

SILVA, E.; MENEZES, E.. Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação. 2. ed. rev. Florianópolis: UFSC/PPGEP/LED, 2001.

SILVEIRA, A. M.,. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*,  
Dissertação de Mestrado defendido na FEA/USP, 2002.

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br)

