

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL –
UFRGS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVA**

Governança Corporativa na Souza Cruz

ANA CRISTINA HENS

PORTO ALEGRE, 2006

Ana Cristina Hens

Governança Corporativa na Souza Cruz

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Roberto Lamb

PORTO ALEGRE, 2006

RESUMO

O presente trabalho objetiva descrever a governança corporativa da Souza Cruz e analisar as vantagens que a empresa teria se aderisse aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e a razão pela qual ela empresa não o faz. Primeiramente será explanado o referencial teórico sobre governança corporativa e mercado de capitais. Após, será feita uma caracterização das práticas de governança corporativa da Souza Cruz, seguida da análise do desempenho das ações da companhia na bolsa de valores e da política da empresa de ter boa governança mas não fazer parte da classificação criada pela Bovespa.

No transcorrer do estudo, serão investigadas algumas questões dos motivos que levam a Souza Cruz a ser tão reconhecida pelo mercado brasileiro em transparência, relação com os investidos e equidade, aspectos fundamentais da governança corporativa, mas não utilizar o mercado financeiro como opção de captação de recurso. Por fim, será sugerido como a empresa poderia maximizar os ganhos de seus acionistas.

PALAVRAS-CHAVES:

Governança Corporativa

Mercado de Capitais

Relação com Investidor

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 1 Composição Acionária.....	49
Gráfico 2 Remuneração aos Acionistas - Histórico.....	50
Figura 1 Evolução de Governança Corporativa na Souza Cruz.....	55
Figura 2 Princípios da Governança Corporativa da Souza Cruz.....	58
Gráfico 3 Remuneração aos Acionistas.....	63
Gráfico 4 IBOVESPA x Desempenho Acionário da Souza Cruz.....	67
Gráfico 5 IBrX x Desempenho Acionário da Souza Cruz.....	68
Gráfico 6 FGV100 x Desempenho Acionário da Souza Cruz.....	69
Gráfico 7 IGC x Desempenho Acionário da Souza Cruz.....	71
Gráfico 8 Comparação de todos os Índices.....	72

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	7
2. PROBLEMA.....	10
3. JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	13
4. OBJETIVOS GERAIS E ESPECIFICO.....	14
4.1 OBJETIVOS GERAIS	14
4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	14
5. REVISÃO DE LITERATURA.....	16
5.1 A ASSIMETRIA E O PROBLEMA DE AGENCIA	16
5.2 O PROBLEMA DOS ACIONISTAS CONTROLADORES MINORITÁRIOS.....	19
5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
5.3.1 Conceito	23
5.3.2 Objetivo da Governança.....	24
5.4 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
5.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	28
.....	28
5.5.1 Movimentos Recentes e Legislação no Brasil relacionada com Governança Corporativa	30
5.6 A BOVESPA E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	33
5.7 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	37
5.7.1 Oportunidades Contemporâneas	41
5.7.2 Um Novo Paradigma.....	42
5.8 OS ÍNDICES DE DESEMPENHO DE AÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO.....	44
5.8.1 Ibovespa	44
5.8.2 Indices de Governança Corporativa (IGC).....	46

5.8.3 IBrX.....	47
5.8.4 FGV-100.....	48
5.9 A SOUZA CRUZ NO MERCADO FINANCEIRO.....	48
6. PROCEDIMENTO METADOLÓGICO.....	52
7. GOVERNANÇA CORPORATIVA NA SOUZA CRUZ.....	54
7.1 SOUZA CRUZ, TRADIÇÃO EM GOVERNANÇA CORPORATIVA ..	55
7.2 A SOUZA CRUZ E O CÓDIGO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO IBGC.....	57
7.2.1 Propriedade.....	58
7.2.2 Conselho de Administração	60
7.2.3 Conselho Fiscal e os Comitês de Auditoria e Responsabilidade Social ..	61
7.2.4 Níveis de Governança Corporativa da Bovespa e a Souza Cruz.....	62
7.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA BAT.....	64
7.4 DESEMPENHO DAS AÇÕES DA SOUZA CRUZ.....	65
7.4.1 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IBOVESPA.....	66
7.4.2 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IBrX	68
7.4.3 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o FGV-100.....	69
7.4.4 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IGC.....	70
7.4.5 Comparação do Desempenho da Souza Cruz com todos os Índices.....	71
8. CONCLUSÃO.....	73
ANEXO I – Empresas Listados nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA	75
ANEXO II – Membros do Conselho de Administração da Souza Cruz.....	79
BIBLIOGRAFIA.....	80

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa, mais que um tema atual, revolucionou o mercado de capitais por trazer um novo paradigma nas relações entre empresas e investidores. Ela aflora antigos questionamentos, principalmente pelo descontentamento dos acionistas minoritários – tradicionalmente postos à parte da estratégia corporativa, dos processos decisórios e da gestão. Embora não tenha nenhuma essência normatizadora, ela disciplina as relações do capital com base nas regras estabelecidas e acatadas voluntariamente pelas partes. Aquelas empresas que querem – ou precisam – crescer e conquistar mercados encontram na governança corporativa uma saída para captação de recursos, de forma sustentável. Isso não significa que ela seja uma saída de emergência, pelo contrário, é apenas uma opção de mercado.

De maneira geral, o objetivo da adoção de boas práticas de Governança Corporativa é reduzir a assimetria de informações, contribuindo para a redução de potenciais conflitos de interesse na estrutura das organizações. Em determinadas situações, esses conflitos ocorrem devido à existência de relação de agência entre acionistas e gestores. No entanto, em mercados cuja estrutura de controle é concentrada, como no caso do Brasil, esses conflitos tendem a ocorrer entre acionistas controladores e minoritários.

A redução desses conflitos visa alcançar um maior nível de confiabilidade na gestão das organizações, o que impacta positivamente sua credibilidade frente aos mercados. Nesse contexto, a abordagem da Governança Corporativa torna-se importante para o desenvolvimento do mercado de capitais e, em consequência, para a ampliação das possibilidades de financiamento das

empresas. Trata-se, fundamentalmente, de uma questão de fortalecimento do mercado de capitais e de seu atributo como mecanismo de financiamento de longo prazo da atividade econômica.

O Guia BOVESPA de Relações com Investidores (BOVESPA, 1999a) – Bolsa de Valores de São Paulo – comunga com a constatação de que bons níveis de transparência aproximam continuamente a empresa do investidor, tornando menor o esforço de marketing da distribuição. Ainda que hajam custos incrementais, com a implantação de Programas de Relacionamento com Investidores, as empresas que possuem tais programas já em fase madura asseguram que esses custos são mais do que compensados pelo maior valor de mercado dos seus papéis, e por reduções verificadas em comissões e custos de futuras emissões de títulos.

O IBGC entende que “A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas e a equidade”. Essa é a tríade da Governança, e, para que ela exista, torna-se necessário que o Conselho de Administração exerça o seu papel, estabelecendo as estratégias, elegendo a Diretoria, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a auditoria independente. Embora seja internacionalmente reconhecido o papel ético sobre a posição dos minoritários nos mercados bursáteis, o Brasil ainda está longe de apresentar um justo ambiente para esta cepa. Decerto, o empenho da classe empresarial começa a dar resultados e as primeiras mudanças no modelo de governança das empresas brasileiras começam a ganhar visibilidade.

O programa de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foi implantado pela BOVESPA em 2000, e suas primeiras adesões foram realizadas em Junho de 2001, quando 15 empresas resolveram fazer parte dessa inovação, aderindo voluntariamente ao Nível 1 de Governança Corporativa. Essas empresas que fizeram a adesão à proposta de exercer boas práticas de Governança Corporativa o fazem por acreditar que essa adesão tende a reduzir

as incertezas dos investidores, aumentando, conseqüentemente, o potencial de valorização de suas ações.

2. PROBLEMA

A Governança Corporativa vem sendo discutida há bastante tempo em países mais desenvolvidos e passou também a ser assunto relevante para os países em desenvolvimento por ser um tema que compõe o debate do desenvolvimento do mercado de capitais.

Os estudos em torno do tema de Governança Corporativa é algo novo, principalmente no Brasil, Zingales (apud SILVEIRA, 2002, p.5) afirma que o próprio termo governança corporativa não existia na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta. Governança Corporativa abrange áreas como direito, economia e finanças e vários trabalhos estão sendo elaborados com o intuito de desenvolver idéias e analisar melhores práticas do tema citado, porém poucas conclusões se não chegaram.

A busca de relação de características de governança corporativa e o valor da empresa, foco maior dos estudos, parte do pressuposto que a principal responsabilidade dos executivos é adicionar valor para os acionistas e essa idéia tornou-se cada vez mais aceita e difundida atualmente. Segundo Rappaport (1998, p. 1), “avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é a preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para os acionistas provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio”.

Entretanto, quando a criação de valor para o acionista não é a prioridade para o administrador da empresa tem-se o problema de agência. O problema de agência é uma forma de assimetria de informações entre o principal e o agente. Um dos mais importantes estudos que tratam desse problema foi realizado por Jensen e Meckling (apud SILVEIRA, 2002 p.14). Para os autores, o problema da agência

decorre da existência de relação de agência entre partes distintas na estrutura das empresas. Relação de agência, por sua vez, ocorre quando um ou mais indivíduos (agentes) recebem autoridade decisória de outros (principais) para agirem autonomamente em seu nome. Como ambos são maximizadores de utilidade, é razoável afirmar que seus interesses possam ser divergentes e que, por isso, eles passem a atuar com vistas a objetivos não-coincidentes. A governança veio justamente para diminuir os conflitos de interesses nas organizações.

Na medida em que o mercado de capitais se torna mais sofisticado e pulverizado, a discussão sobre a governança ganha cada vez mais destaque no âmbito corporativo. Chega-se a sugerir que o século XIX foi à era dos empreendedores e o século XX foi à era do gerenciamento, o século XXI será a era da governança corporativa, definida por ele como a forma pela a qual o poder será exercido em todas as corperações do mundo.

No Brasil, foi fundado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com o objetivo de difundir o tema no país. Atualmente, entidades governamentais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) consideram o aprimoramento das práticas de governança das empresas brasileiras como algo fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, já que os investidores não mostraram preferência pelas empresas que são reconhecidas por terem uma boa governança corporativa, o que as torna más transparentes e confiáveis.

Seguindo essa tendência e para atender a demanda dos investidores, a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA criou em 2000 o novo mercado e níveis diferenciados de Governança Corporativa (nível 1 e 2). Inspirado em parte no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997, o “Novo Mercado”, deu seqüência à criação dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”, constitui um segmento especial de listagem de empresas dentro da BOVESPA. Esse segmento é formado pelas empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação brasileira. Os

Níveis Diferenciados, formados pelo Nível 1 e 2, foram criados com o objetivo de permitir a migração de empresas que já possuem capital aberto, além de incentivá-las e prepara-las gradativamente à adesão ao Novo Mercado.

A Souza Cruz S.A é reconhecida pelo mercado como seguidora de boas práticas de governança. Em novembro do ano passado a empresa foi vencedora, pela quarta vez, do Prêmio Mauá, um dos maiores prêmios de economia e considerado o Oscar do mercado financeiro. Entre os critérios avaliados pela comissão - que inclui 180 analistas, corretores de mercado, administradores de fundos de investimentos e jornalistas - estão a qualidade da divulgação de informações para o mercado, a política de distribuição de dividendos, boas práticas de governança corporativa e a responsabilidade social corporativa. A empresa tem suas ações negociadas na BOVESPA desde 1946, quando iniciou suas operações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, então principal mercado acionário do Brasil, e desde 1957 na BOVESPA. Apesar do reconhecimento do mercado, a Souza Cruz não aderiu a nenhum nível de governança da BOVESPA, alegando até que suas práticas seriam superiores às sugeridas pelo novo mercado.

O presente trabalho tem o intuito de estudar a governança corporativa da Souza Cruz e investigar se a adesão da empresa a algum dos mercados da BOVESPA representaria vantagem para ela tomar recursos no mercado financeiro e porque a empresa resolveu não aderir-los.

3. JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Uma agressiva política de remuneração ao acionista, que registrou uma média superior a 90% do lucro líquido nos últimos anos, somada à tradição de governança corporativa fazem da Souza Cruz um nome de destaque no mercado de capitais. Entretanto a empresa não mostra interesse em aderir a nenhum nível de governança corporativa criado pela Bovespa, mesmo que isso seja uma forte tendência entre as principais empresas do Brasil.

A partir desse fato criou-se então a dúvida se essa adesão não traria mesmo vantagens para a Souza Cruz, como uma maior credibilidade dos investidores e até um acréscimo de percepção positiva da empresa pela sociedade em geral, visto que, os níveis de governança da Bovespa estão sendo visto como uma certificação e estão ligados a ética empresarial. Um estudo sobre o assunto pode trazer um bom apoio para a empresa na tomada de decisão sobre essa questão.

4. OBJETIVOS GERAIS E ESPECIFICO

4.1 OBJETIVOS GERAIS

Esse trabalho tem como objetivo geral descrever a atual governança corporativa da Souza Cruz e verificar a possibilidade de melhorar essa governança com ações específicas.

4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

Os objetivos específicos do presente trabalho são:

- Comparar o desempenho do mercado financeiro com o desempenho da Souza Cruz através de índices como o IGC, IBOVESPA, IBrX e o FGV-100 ;
- Comparar as práticas de governança corporativa da Souza Cruz com aquelas sugeridas no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC
- Contribuir para as discussões de governança corporativa, dentro e fora da empresa;

- Tentar verificar se a adesão das empresas aos níveis diferenciados da BOVESPA de governança corporativa agrega valor para suas ações no mercado financeiro.

5. REVISÃO DE LITERATURA

5.1 A ASSIMETRIA E O PROBLEMA DE AGENCIA

Alguns estudos de economia pressupõem que todos os agentes econômicos possuem informações completas a respeito das variáveis econômicas relevantes para suas tomadas de decisões. Nesse contexto, simetria de informações ocorre quando as informações estão disponíveis a custo zero e todos os agentes envolvidos concordam quanto ao seu significado.

No entanto, no mundo real, nem sempre essas informações estão plenamente disponíveis para todos os agentes, o que pode gerar uma série de implicações no comportamento dos indivíduos que atuam na economia. Na prática, a assimetria de informação pode se manifestar de diversas formas, das quais a mais importante para o estudo em questão é a que trata do problema da relação agente-principal, cujo modelo ficou conhecido como Teoria da Agência.

Dentre os principais estudos formais focados na teoria de agência destacam-se os de Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973) (apud OKIMURA, 2003 p.12), que analisam a estrutura de remuneração dos gestores, denominados de agentes, no alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas ou proprietários, denominados de principal.

Mais tarde, essa teoria foi estudada de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976, apud OKIMURA, 2003 P.12). Eles abordam que os problemas de agência resultante do conflito de interesses são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, podendo ou não ocorrer em uma situação de hierarquia entre o principal e o agente.

Jensen e Meckling (1976 p. 308, apud SILVEIRA, 2002 p.13) definem o problema de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Ainda segundo os autores há uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre em prol dos interesses do principal, pois ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais. No caso das relações entre acionistas e gestores, os acionistas podem tomar ações para limitar essa divergência, como monitorar as atividades dos executivos e estabelecer incentivos contratuais apropriados para eles. Isto gera custos para os acionistas que são chamados de custo de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976 p. 308 apud OKIMURA, 2003 p.13) esses custos são:

- Custo de elaboração e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes, como custo de elaboração de relatórios, sistemas de informação e divulgação;
- Gastos realizados pelos próprios agentes, para promover a transparência de informações entre ele e o agente;
- Perdas residuais, provenientes da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal.

A essência do problema de agência é o conflito de interesses possibilitado pela separação entre a propriedade e controle, com isso, surgem as dificuldades que os investidores têm em garantir que seus fundos não serão utilizados ou perdidos em projetos não atrativos. Dentro desse contexto uma simples solução para esse conflito, do custo de agência e de todos os mecanismos de governança corporativa seria a elaboração e a estruturação de contratos completos (ou perfeitos) entre o principal e o agente.

Entretanto, segundo Klein (1983, p. 367 apud OKIMURA p.13), no mundo real em oposição ao modelo econômico padrão, os contratos completos, totalmente contingenciais e minimizadores de custo não existem. Os contratos seriam incompletos por duas razões: primeiro porque as incertezas implicam em um número vasto de possíveis contingências e seria extremamente difícil determinar e especificar as situações para ambas as partes do contrato; segundo, os contratos seriam incompletos devido à dificuldade de mensuração e especificação das respostas ou reações e desempenho em relação ao que foi contratado, como devoção ao trabalho para o trabalhador.

O monitoramento do comportamento dos gestores, na estrutura das empresas de capital aberto, deve ser realizado pelo Conselho de Administração que, no Brasil, é obrigatório por lei, e nada mais é que um órgão formado por representantes dos acionistas. Eleito pelos acionistas, o Conselho de Administração deve agir ativamente, sempre em favor dos interesses da sociedade e, sobretudo, para o aumento do valor da firma. Cabe a ele estabelecer as estratégias, além de avaliar a todo o momento a *performance* da empresa. Podendo exercer um papel muito importante no que tange a governança das organizações, o Conselho é o órgão capaz de eleger e destituir todo o corpo diretivo, inclusive o executivo principal (CEO - *Chief Executive Officer*).

Segundo Lamb (1992), no que tange à visão financeira da teoria da agência, existem três mecanismos de monitoração do comportamento dos dirigentes, dos quais serão destacados dois: o primeiro deles diz respeito ao mercado de capitais e o segundo diz respeito aos mecanismos de tomada de controle acionário.

O primeiro mecanismo citado possui implicações do ponto de vista sinalizador e supõe que o preço das ações nas bolsas de valores é um parâmetro razoável para que os acionistas possam avaliar a competência dos dirigentes. De acordo com esse raciocínio, o mercado de capitais estabelece preços que refletem o comportamento dos gestores já que, sob a visão fundamentalista, os preços das ações das empresas refletem o valor presente das expectativas de fluxos de caixa futuros.

Já o segundo mecanismo citado refere-se ao mercado de controle acionário, ou seja, à possibilidade de tomadas de controle com o objetivo de destituição de gerências incompetentes. Segundo Valadares (1998), esse mecanismo somente é utilizado em ambientes com propriedade difusa, o que não se aplica ao mercado brasileiro. Apesar de não terem sido utilizadas no Brasil, segundo Jensen e Chew (2000, apud LOBÃO, 2004 p. 8), as tomadas de controle (amplamente utilizadas nos Estados Unidos na década de 80) marcaram a transição dos mecanismos de governança nas empresas.

Ainda segundo Jensen e Chew (2000, apud LOBÃO, 2004 p. 9), o boom do processo de tomada de controle acionário ocorrido nos Estados Unidos na década de 80, colocou em voga a questão da Governança Corporativa, já que tornou necessária a reflexão quanto a mecanismos mais eficientes de controle da atividade administrativa das empresas. Eles acrescentam que as tomadas de controle da década de 80 representaram um ataque à má governança das empresas que, segundo os autores, há muito estava inadequada.

5.2 O PROBLEMA DOS ACIONISTAS CONTROLADORES MINORITÁRIOS

No Brasil, na maioria das vezes, os acionistas controladores são os próprios administradores, ou pelo menos existe uma relação muito íntima entre eles. Portanto, embora a discussão sobre os conflitos entre acionista e gestores seja importante, muitos autores questionam sua aplicabilidade no Brasil.

O problema de agência fundamental, no Brasil e em grande parte do mundo, não é entre acionistas e gestores, e sim entre os acionistas controladores e acionistas minoritários. Isso porque, com exceção de Estados Unidos e Reino Unido (cuja estrutura de controle é bastante pulverizada), existe uma estrutura de propriedade

bastante concentrada e com participação ativa de grandes acionistas. Essa concentração é capaz de reduzir os conflitos entre acionistas e gestores, mas acaba agravando um outro problema, relacionado ao conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Para Silveira (2002) a concentração de capital votante aumenta a probabilidade de expropriação de acionistas minoritários que, ao se sentirem desprotegidos, não estarão mais dispostos a investir. Para ele, essa exclusão gera um círculo vicioso que representa um fator que dificulta o crescimento do mercado de capitais dos países onde isso ocorre, dentre eles o Brasil. A situação da estrutura de controle brasileira é sintetizada pelo autor da seguinte forma:

“A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas”. (Silveira 2002, p. 31)

Segundo Cruz(2003), a emissão de ações sem direito a voto, permitida pela lei 6.404;76 é um dos fatores que incentiva a redução dos custos de expropriação de riquezas dos acionistas minoritários. O autor acredita que a fraqueza da legislação brasileira contribui para a expropriação de acionistas minoritários com baixos custos para os controladores, o que atua no sentido contrário ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Segundo Almeida e Almeida (2001), no mercado brasileiro, as ações preferenciais representam a grande maioria das ações negociadas em bolsa. Já as ordinárias, geralmente, estão concentradas nas mãos de poucos grupos, além de possuírem pouca atratividade, baixa liquidez e tendência à sub-avaliação. Assim sendo, de modo geral, os acionistas minoritários não possuem direito de voto e, por isso, são passivos às decisões das empresas, o que agrava a questão da inclusão de pequenos investidores no controle das empresas brasileiras.

Para Valadares (1998), a separação entre ações com direitos de fluxo de caixa e ações com direito de voto representa um fator concentrador de capital, já que necessariamente desfaz a relação uma ação – um voto, ou seja, permite que a

empresa, sob influência do controlador, emita ações sem conceder parte do controle aos minoritários. A autora afirma que mesmo em países cuja estrutura de propriedade é semelhante a do mercado brasileiro, a utilização de ação sem direito a voto não é tão difundida como no Brasil.

É importante explicar a distinção entre controle e propriedade: enquanto controle refere-se estritamente às ações ordinárias, ou seja, àquelas relacionadas ao voto, propriedade relaciona-se tanto com as ações ordinárias quanto com as ações preferenciais, sendo que essas últimas possuem relação mais íntima com os direitos de fluxo de caixa, enquanto somente as primeiras relacionam-se com os direitos de voto.

O controle da empresa pode se dar de duas formas distintas: a forma direta e indireta. A primeira delas é quando o acionista é detentor de mais que 50% das ações ordinárias da própria empresa, ou seja, ele é dono da empresa no primeiro nível de estrutura societária; já a segunda é quando o acionista é o controlador final da empresa considerando-se todos os níveis da estrutura societária, ou seja, exemplificando, se A possui B e B possui C, na verdade, A possui C.

Valadares (1998) constata uma alta concentração de capital votante, bem como ampla utilização de ações sem direito a voto. No que se refere às estruturas de pirâmide ou controle indireto, a autora identifica sua existência, mas não como forma de separar controle e propriedade, ou seja, não como meio de manutenção do controle da empresa com uma menor parcela de capital.

A posse de quantidade significativa de ações ordinárias nas empresas brasileiras por parte dos grandes acionistas controladores lhes concede não somente o direito de eleger a maioria dos administradores como também o poder para aprovar deliberações que demandem maioria dos votos.

Para Cruz (2003), isso conduz a uma situação na qual torna-se mais freqüente a possibilidade de aprovação de matérias que implicitamente tenham o objetivo de desviar recursos dos acionistas minoritários. O autor cita, dentre outras: transferência de recursos da firma para outras empresas do interesse do controlador

em transações fraudulentas ou via adoção de preços menores que os considerados justos, desvio de oportunidades lucrativas da empresa, alocação de executivos mal preparados ou que recebam remuneração excessiva, consumo de “perquisites” pelos administradores, ou seja, utilização de lucros da empresa em benefício próprio ao invés de devolução do dinheiro para os acionistas minoritários (nos casos em que houver sobreposição entre gestores e controladores).

Segundo os autores consultados, existem três indicadores de potenciais benefícios privados dos acionistas. Um deles é o grau de relutância desses controladores em abrir o capital da empresa. Além disso, empresas cujo controle gera muitos benefícios privados tendem a concentrar o capital emitindo somente ações que não tenham direito de voto.

Outro indicador refere-se ao prêmio de controle. Segundo Silveira (2002), a existência de um determinado prêmio para a compra das ações do bloco de controle das empresas evidencia que o controle é valorizado, indicando que os controladores provavelmente possuem benefícios privados especiais.

Um terceiro indicador refere-se à política de distribuição de dividendos da firma. Em regiões onde a proteção aos acionistas minoritários é valorizada, os investidores costumavam receber mais recursos da firma sob a forma de dividendos. A explicação para isso é que a alternativa de reinvestimento, ao contrário da distribuição de dividendos, potencializa a expropriação dos recursos em períodos futuros. Em situações em que não houvesse potencial conflito entre controladores e minoritários, as possibilidades de reinvestimento ou distribuição seriam teoricamente indiferentes para os acionistas, dado que a primeira opção aumentaria o valor da empresa, gerando maiores benefícios futuros para todos, enquanto a segunda geraria benefícios presentes. Em síntese, conforme Srour (2002, p. 6), “[...] em firmas onde o problema de governança é mais grave, os lucros retidos e acumulados ao longo do tempo não seriam totalmente transferidos para os acionistas minoritários”. Nesse contexto, a retenção de lucros como alternativa mais utilizada que a distribuição de dividendos pode ser um indicador de expropriação dos minoritários.

5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.3.1 Conceito

O termo governança corporativa foi criado a mais de dez anos nos países desenvolvidos, para designar o sistema de relacionamento entre acionista, auditores independentes e executivos de empresas, liderados pelo conselho de administração.

Shleifer e Vishny (1997 p. 743 apud OKIMURA, 2003, p. 16) definem governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má colocação de recursos ex-post e motivar os investidores a investirem mais recursos ex-anti.

Dentro dessa visão, Fama e Jesem (1983b, apud OKIMURA, 2003 p. 16) argumentam que o processo de decisão estando nas mãos de administradores profissionais que não tem os mesmos interesses daqueles que possuem o direito residual (ou a propriedade), leva a necessidade de se controlar os problemas de agência através do sistema de decisões que separam a administração (implementação e execução) e controle (ratificação e monitoramento) das decisões importantes em todos os níveis da organização.

Os mecanismos dessa separação incluiriam:

1. hierarquias de decisão onde as iniciativas de decisão de níveis menores passariam acima primeiramente para ratificação e posteriormente para monitoração;
2. conselhos de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;
3. estruturas de incentivo que promovam monitoramento mútuo entre os administradores.

Em última instância, a Governança Corporativa visa à redução das assimetrias informacionais, geralmente responsáveis pelos diversos conflitos de interesse que podem existir no espectro de ação de uma empresa. Sua área de atuação engloba a sociedade como um todo, incluindo desde grandes acionistas de empresas até consumidores e empregados. No entanto, vale destacar que a Governança Corporativa atua principalmente nos conflitos de agência entre acionistas e gestores, bem como entre controladores e minoritários, assunto já abordado nesse trabalho.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa –IBGC (2004), a governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

5.3.2 Objetivo da Governança

Os objetivos da governança corporativa são a prosperidade da empresa e a valorização das ações da empresa. De acordo com estudo da Booz-Allen&Hamilton (2000) o sistema de governança corporativa visa:

a) Definir princípios e posições da administração para atender e proteger os interesses dos acionistas, aumentando assim, o investimento;

b) Identificar e solucionar os problemas das empresas, promovendo as mudanças institucionais necessárias ao melhor desempenho da sociedade;

c) Fazer os alinhamentos necessários à obtenção de eficiência na alocação de recursos, controlando, induzindo ou incentivando a ação gerencial a gerar valor para a sociedade e, conseqüentemente, atrair poupança.

O objetivo final da Governança Corporativa é o de promover o amadurecimento dos mercados de capitais via estabelecimento de responsabilidades e conseqüente aproximação dos interesses das partes que compõem as empresas. Trata-se, em última instância, de uma questão de fortalecimento do mercado de capitais e de seu atributo como mecanismo de financiamento de longo prazo da atividade econômica.

O movimento de Governança Corporativa foi fortalecido pela má gestão patrocinada em empresas globais, como a IBM e a General Motors, que não contaram com ações tempestivas de seus respectivos Conselhos de Administração. Os fundos de pensão e de investimentos, grandes balizadores do mercado de capitais, perceberam as tendências e os riscos e exigiram mudanças. Essa correção de rumo vem sendo feita pelas raias da Governança Corporativa.

O IBGC entende que “o mercado de capitais, as empresas, os investidores e a mídia especializada já incorporaram a expressão Governança Corporativa em sua linguagem, e as boas práticas em suas atitudes”. E acredita ter sido ele um dos maiores responsáveis por essa nova realidade. (www.ibgc.org.br)

5.4 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Pode-se identificar, basicamente, dois modelos clássicos de Governança Corporativa: o anglo-saxão, que predomina nos Estados Unidos e na Inglaterra; e o nipo-germânico, que predomina no Japão e na Alemanha.

No primeiro dos modelos, o foco da Governança Corporativa se destina à maximização do valor da empresa e à maior transparência do mercado, impondo regras rígidas de prestação de contas e duras penas à utilização de informações privilegiadas por parte dos acionistas. Por ser predominante em países onde a estrutura de controle nas empresas é mais pulverizada e os mercados acionários mais desenvolvidos, nesse modelo não há necessidade de monitoramento direto, já que o comportamento dos preços de mercado é um bom indicador da conduta dos gestores com relação à maximização do valor da empresa.

O modelo anglo-saxão, como pode-se perceber, está voltado para a satisfação do acionista, ou seja, adota o sistema shareholder. Nesses o controle das atividades sociais acontece via equity, através da compra e venda das ações no valor de mercados das mesmas.

A pulverização do controle acionário é uma característica das grandes empresas americanas. Segundo Roe (1994) (apud SILVEIRA, 2002, p. 19) é difícil de encontrar um acionista com mais de 10% das ações e uma empresa listada entre as 500 maiores do país. Com isso, os acionistas possuem pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando que os executivos são fortes e os proprietários são fracos.

Já no segundo modelo, que ocorre em países cuja composição de mercado é significativamente mais concentrada, as informações necessárias às tomadas de decisões dos acionistas são coletadas junto às administrações. Diferentemente do primeiro modelo, que prioriza somente os interesses dos acionistas (*shareholders*),

esse modelo possui caráter mais abrangente, englobando interesses dos diversos grupos que são impactados pelas atividades das empresas, os denominados *stakeholders*. Essa classe, por sua vez, abrange empregados, fornecedores, clientes e a comunidade como um todo.

Os sistemas de Governança se distinguem no que diz respeito à prestação de contas. Segundo Lethbridge (1997, p. 4, apud LOBÃO 2004 p. 23), “No modelo *shareholder* a administração presta contas formalmente somente aos acionistas, mas no sistema *stakeholder* aumenta o número de grupos assim contemplados, levando à criação de instâncias que formalizam esses compromissos”.

Ross (2000, p.46) apresenta uma visão conceitual sobre o termo *stakeholders* – grupos de interesse –, traduzindo a expressão, sem a identificação dos atores e seus papéis, mas com extrema propriedade. De um modo genérico, amplo, ele introduz a definição deste novo e atuante componente nas relações entre as empresas e – não mais somente os investidores – a sociedade. Diz o autor: “Grupo de interesse é alguém que não é nem acionista nem credor, mas tem direito potencial sobre os fluxos de caixa da empresa. Esses grupos também tentarão exercer controle sobre a empresa, muitas vezes em detrimento dos acionistas”.

Lodi (2000) abre o diálogo com uma questão fundamental dessa dicotomia: a empresa existe para atender os seus *shareholders* / acionistas ou seus *stakeholders* / grupos de interesse? Em seu entendimento, este grupo é composto por empregados, fornecedores, credores, clientes, cidadãos, comunidade, mas inclui-se, ainda, o Governo, o meio ambiente, enfim, todos os fragmentos que, unidos, formam a grande malha conhecida como sociedade civil, também chamada pelos autores, de outros públicos. Essa união de interesses visa limitar os abusos dos investidores predadores.

Deste amplo debate brotam duas orientações para os Conselhos de Administração: as informações fornecidas ao público devem ser completas, gerar equilíbrio entre o interesse dos acionistas e o dos outros públicos. Ao reconhecer a figura dos *stakeholders* e, além da sua importância, a sua legalidade ética, a Governança Corporativa marca uma nova era de interesses que transcende aos

investidores – *shareholders*. No próprio Relatório OCDE, de maio/99, há o destaque para a maximização do valor do acionista, mas sensível às demandas e expectativas dos outros públicos.

5.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

I

No Brasil, a questão da Governança Corporativa vem assumindo um papel cada vez mais importante no que diz respeito às discussões acerca do desenvolvimento do mercado de capitais, bem como do acesso das empresas ao capital. O termo passou a ser abordado em meados da década de 90, em decorrência de significativas mudanças ocorridas naquela década e vem se desenvolvendo nos últimos anos devido a crescente necessidade de acesso das empresas ao mercado de capitais.

Segundo Silveira (2002), estudos realizados pelo IBGC (2001) e pela McKinsey and Company e Korn/Ferry International (2001) possibilitaram que fosse traçado o perfil da Governança Corporativa nas empresas de capital aberto do Brasil. Do ponto de vista da estrutura de propriedade, destacam-se:

- Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto nível de utilização de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos grupos de investidores;
- Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários, que tendem a assumir um comportamento pouco ativo;
- Alta sobreposição da propriedade e gestão.

Do ponto de vista dos Conselhos de Administração, destacam-se:

- Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente em empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais;
- Baixa utilização de remuneração variável para os conselheiros;
- Estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança nas empresas de capital aberto do Brasil, com a ausência quase total de companhias com o capital pulverizado. Segundo Mônaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas. Leal e Valdorez (2002, p.9, abut SILVEIRA 2002, p. 31) constatam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, e os três maiores acionistas juntos possuem cerca de 78% dessas ações. Com isso, pode-se concluir que o problema fundamental dos conflitos de agência no Brasil não se dá entre acionistas e gestores, mas sim entre acionistas controladores e minoritários. Ou seja, a questão da Governança Corporativa no Brasil trata, fundamentalmente, da questão da expropriação do acionista minoritário e como isso afeta o desempenho e a avaliação da empresa no mercado.

Para Silveira (2002), o acionista minoritário está no cerne da questão do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O autor expõe a existência de um círculo vicioso desfavorável e decorrente do conflito acima citado. Segundo sua exposição, o risco país, bem como a ausência de mecanismos legais de preservação dos direitos dos minoritários no mercado de capitais brasileiro, faz com que as ações das empresas tendam a ser sub-avaliadas com relação ao valor intrínseco esperado. Essa sub-avaliação das ações desestimula a utilização, por parte das empresas, do mercado de ações como alternativa de capitalização, o que desestimula ainda mais a adoção de boas práticas de Governança Corporativa. A falta de adoção de boas práticas de governança implica em poucos direitos aos acionistas minoritários, o que, por sua vez, vai gerar sub-avaliação dos preços das ações, reiniciando o ciclo.

Nesse contexto, a reversão do círculo vicioso acima descrito somente será possível quando os acionistas minoritários se sentirem seguros de que poderão usufruir o retorno da empresa na mesma proporção que os controladores, aumentando sua disposição de pagar mais pelas ações e, com isso, reduzindo o custo de capital das empresas. Essa reversão, como se pode perceber depende da adoção de boas práticas de governança corporativa por parte da empresa.

Outra característica importante no caso brasileiro é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal e Valdares (2002, p.10 abut SILVEIRA 2002, p. 32) apenas 11% das companhias abertas não lançam esse tipo de ações, que compreende, em média, 46% do total do capital de todas as companhias abertas. Ainda segundo o autor, a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle da companhia, permitindo os acionistas majoritários manter o controle com uma participação menor no capital da empresa, e conseqüentemente, aumentando o incentivo para utilizar a riqueza do acionista minoritário em seus interesses.

Lodi (2000, p.19) atribui ao Conselho de Administração um papel central, afirmando que “Chama-se de Governança Corporativa o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os [diversos] conflitos existentes [...]”.

5.5.1 Movimentos Recentes e Legislação no Brasil relacionada com Governança Corporativa

Diversos fatores contribuíram para que as discussões sobre Governança Corporativa se acirrassem a partir de meados dos anos 90. Dentre eles destacam-se: crescimento do mercado de investidores institucionais, privatizações do governo

Fernando Henrique Cardoso, identificação (por parte do Banco Central) de irregularidades contábeis em bancos privados, aumento da competitividade em decorrência da estabilidade econômica e da abertura de mercado e, principalmente, aumento da dificuldade de obtenção de financiamento estatal.

Segundo Santana (2001), no Brasil, o mercado de capitais deveria figurar como solução às limitações atuais impostas pelas dificuldades de financiamento que se deparam as empresas. Nesse sentido, um mercado de capitais robusto significa maior possibilidade de crescimento econômico, já que representa alternativa viável para o financiamento à expansão das empresas.

Nos últimos anos, diversas iniciativas de estímulo ao aperfeiçoamento do modelo de Governança das empresas vêm sendo adotadas no Brasil. Dentre elas, existem iniciativas tanto regulatórias (governo) quanto auto-regulatórias (instituições), sendo que se destacam: a reforma na Lei das S.A., a criação do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), bem como do “Código das Melhores práticas de Governança Corporativa”, e, principalmente, a criação do “Novo Mercado” e dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

A Reforma da Lei das S.A. (Lei 6.404/76), consubstanciada na edição da Lei Federal 10.303/01, teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-o mais transparência e credibilidade. Na concepção dos autores do projeto aprovado, um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente, democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente, os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos.

A Reforma também trouxe, através da Medida Provisória n.8 e do Decreto 3995, ambos de 31 de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente, quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Com suas novas atribuições, a

CVM teve uma ampliação substancial de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central.

Entre as principais inovações da reforma, destacam-se:

- A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei;

- As vantagens das ações preferenciais passaram a ser a prioridade na distribuição dos dividendos fixo ou mínimo, e prioridade no reembolso de capital ;

- As ações preferenciais passaram a ter, independentemente, do direito de receber ou não o valor do reembolso do capital, o direito de participar de distribuição de dividendos correspondente a um mínimo de 25% do lucro líquido do exercício;

- As ações preferenciais passaram a ter direito de recebimento de dividendos, no mínimo, 10% superior às ações ordinárias;

- As ações preferenciais passaram a ter direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle.

O IBGC, sociedade civil sem fins lucrativos, foi fundado em Novembro de 1995 com a denominação de IBCA (Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração). A mudança na denominação ocorreu em 1999 tendo em vista o alargamento no foco de suas preocupações: inicialmente, a instituição se preocupava apenas com questões relacionadas a Conselhos de Administração; a partir de 1999, o foco passa a abranger também questões relacionadas à Propriedade, Diretoria, Conselho Fiscal e Auditoria independente. A Instituição foi criada com o propósito de cooperar com o aprimoramento do padrão de governança das empresas, fornecendo as diretrizes das boas práticas de Governança Corporativa.

Dentre as maiores contribuições do IBGC, destacam-se seu “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, que discorre a respeito das diretrizes ideais a serem adotadas pelas empresas que desejem adotar estrutura eficiente do ponto de vista decisório e estratégico.

O código tem como foco de análise o Conselho de Administração, já que o IBGC o considera o principal órgão social para desenvolver uma boa governança empresarial nas sociedades. Quanto aos outros pontos abordados, destacam-se questões referentes à conduta da empresa quanto aos direitos dos acionistas minoritários, além da Propriedade, Diretoria, Conselho Fiscal e Auditoria Independente, bem como às demais partes relacionadas (*stakeholders*).

Basicamente, o Código possui quatro pressupostos básicos:

1. Transparência (disclosure) – iniciativa da empresa em apresentar esforços no sentido de fornecer informações importantes àqueles que são afetados pela empresa.

2. Eqüidade (fairness) – tratamentos igualitários a todos aqueles que de alguma forma são afetados pela empresa, inclusive os *stakeholders*, sendo que políticas discriminatórias são inaceitáveis;

3. Prestação de contas (Accountability) – prestação de contas do administrador àqueles que o elegeram, bem como responsabilidade absoluta sobre os atos por ele praticados;

4. Responsabilidade Corporativa – compromisso de zelar pelos interesses da empresa, bem como os interesses da sociedade, incluindo desde questões ambientais até questões ligadas à função social da empresa.

5.6 A BOVESPA E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa criou em Dezembro de 2000, novos segmentos de negociação de ações, denominados de Níveis 1 e 2 de

Governança Corporativa e o Novo Mercado, que estabelecem, por meio da adesão voluntária de empresas novas ou já listadas, níveis de transparência e de proteção aos acionistas minoritários superiores aos previstos em lei.

As companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas, trimestralmente, incluindo a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- Divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhia Nível 2, são:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas *US GAAP* ou do *IASB*;

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, o mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;-

- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível;

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

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem da Bovespa, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações, usualmente, prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as práticas de governança corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações:

- Emissão, exclusivamente, de ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto;

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas *US GAAP* ou do *IASB*;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas, trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de apresentação do fluxo de caixa;
- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Divulgação de negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação, vedando expressamente, a sua emissão.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

No anexo I encontram-se listadas as companhias pertencentes ao Nível 1 (35 empresas), Nível 2 (13 empresas) e do Novo Mercado (30 empresas) da Bovespa, em Junho de 2006.

5.7 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Conforme definição constante no site da Bovespa (2004), o mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Os principais títulos negociados, no mercado de capitais, são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e commercial papers – que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

As bolsas de valores não são instituições financeiras, mas associações civis sem fins lucrativos, constituídas pelas corretoras de valores para fornecer a infraestrutura do mercado de ações.

As ações são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital da empresa emitente. Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados. O investidor em ações é um coproprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

As ações podem ser ordinárias, com direito a voto em assembléias gerais ou preferenciais, com direito de preferência sobre os dividendos a serem distribuídos e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade.

De acordo com Fortuna (1996), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e comportamento da economia do País e específicas da empresa e de seu setor econômico. Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas do País, e, por consequência, aos destinos das empresas abertas.

A rentabilidade das ações é variável. Parte dela, composta de dividendos ou participação nos resultados e benefícios concedidos pela empresa, advém da posse da ação; outra parte advém do eventual ganho de capital na venda da ação.

A participação nos resultados de uma sociedade é feita sob a forma de distribuição de dividendos em dinheiro, em percentual a ser definido pela empresa, de acordo com os seus resultados referentes ao período correspondente ao direito. Quando uma empresa obtém lucro, em geral é feito um rateio, que destina parte desse lucro para reinvestimentos, parte para reservas e parte para pagamento de dividendos.

Existem três tipos básicos de investidores na bolsa de valores, conforme Fortuna (1996): as pessoas físicas; as pessoas jurídicas e os investidores institucionais. Os investidores institucionais são: fundos mútuos de ações, seguradoras, entidades fechadas e abertas de previdência privada, estando sempre presentes no mercado, pois suas aplicações são compulsórias, de acordo com as normas de composição e diversificação de suas carteiras, baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários- CVM. Tais normas possuem o duplo objetivo de reduzir o risco de seus investimentos e de direcionar recursos para aplicações consideradas prioritárias pelo governo.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo-Bovespa opera desde 1890. Até a década de 1960, era uma entidade oficial corporativa, vinculada à Secretaria de Finanças do governo estadual. Em 1967, a Bolsa passou a ser uma entidade civil sem fins lucrativos. Desde essa mudança, a Bovespa vem marcando sua atuação por iniciativas pioneiras. Em 1972, tornou-se a primeira bolsa de valores do país a ter pregão automatizado, com divulgação de informações on-line e em tempo real. E, no final da década, passou a oferecer operações com opção sobre ações no Brasil. Em

1999, foram lançados, para atrair e tornar viável a participação de pequenos e médios investidores no mercado de ações, o Home Broker e o After-Market – uma iniciativa pioneira no mundo, que possibilita a negociação eletrônica à noite.

Um investidor adquire ações com o objetivo de obter um ganho, uma lucratividade. Esse retorno será proveniente dos direitos e proventos distribuídos aos acionistas pela companhia e da eventual valorização de preço das ações. Desta maneira, quando se tem no mercado empresas que adotem as práticas de governança corporativa, e essas práticas podem agregar valor ao preço das ações, conclui-se que tais práticas estimulam o desenvolvimento do mercado de capitais e aumentam a viabilidade de obtenção de recursos nesse mesmo mercado como alternativa de capitalização.

O mercado de capitais brasileiro nunca foi mecanismo de alavancagem para investimento de longo prazo de maturação. No passado recente, para investimentos maiores, as empresas recorriam a mecanismos mais fáceis e baratos, tais como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. Com isso, pode-se dizer que o BNDES foi um dos agentes dificultadores do desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil, por ser uma opção de financiamento menos onerosa, suplementando a demanda por investimentos.

Além disso, há o desinteresse empresarial em abrir o capital por ameaçar o alcance das manobras de gestão. Os possíveis benefícios associados à modalidade de captação de recursos proposta pelo mercado de capitais traziam custos não financeiros, tais como a coibição dos mecanismos informais de gestão – a contabilização paralela; sonegação fiscal, genericamente conhecido por caixa dois – devido a obrigatoriedade da publicação de balanços, por exemplo. Sob o ponto de vista cultural, a sólida e tradicional estrutura familiar das empresas brasileiras era outro empecilho para a captação de recursos por intermédio da abertura de capitais.

A lei das sociedades por Ações – 6.404/76 – veio consolidar o desinteresse dos investidores, haja visto que, na distribuição de valor entre as partes – investidor, administrador e controlador – o último era o melhor aquinhado, em detrimento dos

outros envolvidos, além de o controlador obter créditos subsidiados, gerando empresários ricos e empresas com base de capital pequena.

Um ciclo vicioso era formado pela fragilidade do mercado de capitais, que fomentava a falta de liquidez necessária, inviabilizando o crescimento do mercado e perpetuando a fragilidade. Com a crise dos anos 80, este processo se acentuou devido a retração nas taxas de investimento, mesmo já tendo sido introduzido novos mecanismos como opções e futuros. Apareceram então os megaespeculadores, que transacionavam com poucas, mas grandes empresas – principalmente estatais -, enormes quantidades de ações. Em 1989 esse cenário se encerrou.

Nos anos 90, com o crescimento experimentado, vieram novas características, diferentes da década anterior. Embora ainda muito alçado nas empresas estatais, já era possível perceber mudanças favoráveis, tanto do ponto de vista internacional, pela diversificação de portfólio, como em âmbito doméstico, oriundo do quadro macroeconômico e regulatório, associado ao processo de privatizações que atraíram o mercado internacional, estabelecendo um novo patamar no valor das ações e no volume de negociações. Entretanto, não foi o suficiente para desenvolver o mercado de capitais, que ficou concentrado em um número pequeno de empresas que detinham o foco na liquidez.

Chegou-se ao final dessa década sem novidades nas privatizações, percebendo-se um incremento de custos pela introdução do CPMF e o fácil acesso a bolsas internacionais – ADRs. Mais uma vez o mercado interno perde atratividade. A evasão das melhores empresas para mercados mais competitivos não vinha sendo compensada pela entrada de novas empresas. Elas iam embora e deixavam uma lacuna no mercado acionário interno.

5.7.1 Oportunidades Contemporâneas

A globalização vem proporcionando um intenso intercâmbio entre os países. E o mercado acionário adquire um papel importante na rota internacional. Baseado nessa tendência, os países em desenvolvimento estabelecem mecanismos para a abertura da economia local, visando atrair investimentos externos. É de se assumir que, quanto mais desenvolvida estiver a economia, mais dinâmico será o seu mercado bursátil. (Bovespa 1999b).

Neste cenário de profundas transformações, ao mesmo tempo em que se impõe a necessidade, cria-se a oportunidade de emergir um mercado de capitais no País. A elevação da produtividade e da competição, além de novos modelos de organização da capacidade produtiva, remete o mercado para uma nova relação no eixo oferta e demanda de produtos financeiros. Este novo paradigma produtivo expõe as empresas e as obriga a elevar as bases de capital, como meio de suportar os pesados investimentos requeridos nesta nova proposta globalizada, cuja característica básica é a competição.

Já não podendo mais se valer dos antigos mecanismos de financiamento – inflação, margem e crédito público subsidiado –, as empresas voltam-se para o mercado de capitais como uma fonte alternativa e sustentável de captação de recursos. Agora dependentes de um segmento até então desprezado, as empresas ajustam a sua mentalidade e a sua postura e esta mudança comportamental no tratamento dispensado ao mercado, conhecida como Governança Corporativa, já dá claros sinais de retorno. Surge, então, um novo tipo de empresa, desprendida dos vícios tradicionais, reconhecedora do mercado bursátil e radicalmente diferente no relacionamento com o mercado e seus investidores.

Vários são os indicadores de que o mercado de capitais brasileiro terá dias favoráveis: a inflação baixa oferece transparência em demonstrativos e facilita projeções; a estabilidade das taxas de juros estimula, além do crescimento sustentado, a migração das aplicações em renda fixa para a variável; a institucionalização da previdência complementar gera, indubitavelmente, uma ampliação do mercado de ativos financeiros; o processo de globalização sinaliza o interesse de grandes investidores pelo Brasil. (BARROS, 2000).

Porém, não há como desconsiderar um fator estrutural da economia brasileira: a incerteza macroeconômica. A instabilidade afeta todo o conjunto de investimentos, sendo os de longa maturação tradicionalmente relegados em relação aos essenciais – os de curto prazo. Juros elevados incentivam uma poupança de curto prazo, imprópria para investimentos no mercado de capitais, e afastam a demanda. Este cenário conduz a uma percepção equivocada do mercado acionário – visão especulativa –, focada em poucos papéis e por curtos períodos. A questão dos juros não afeta somente este segmento, mas fomenta graves desequilíbrios macroeconômicos.

5.7.2 Um Novo Paradigma

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro baseia-se em algumas premissas, como a retomada do crescimento, a queda dos juros reais, a entrada de novos investidores internos e externos, boas relações com os mercados internacionais, a revolução tecnológica e a possibilidade de a bolsa brasileira cumprir o papel de uma bolsa de acesso. Além disso, algumas arestas precisam ser aparadas. Não há oferta abundante de papéis de qualidade, nem uma cultura de governança empresarial. Mais que criar produtos, criar confiança neles.

Países que oferecem maior proteção aos minoritários expandem seu mercado acionário, pulverizam a propriedade de empresas abertas e têm uma melhor avaliação de mercado das empresas na relação valor patrimonial e valor de mercado (BARROS, 2000). Coadunando com este pensamento está a colocação do IBGC quando afirma que o desenvolvimento do mercado de capitais é a base sustentável das economias saudáveis, propiciando a retomada de crescimento no país, o que se reflete nas variáveis macroeconômicas de investimento e empregabilidade.

A Bovespa, no seu trabalho de desmistificação, evidencia que a globalização não esvaziará o mercado acionário interno, mesmo com as empresas nacionais abrindo seu capital no exterior, via ADRs. Muito pelo contrário, vê com bons olhos os efeitos desses lançamentos, por obrigarem as empresas a apresentarem sua contabilidade sob parâmetros internacionais e transparentes. O foco principal tem sido dado às empresas de médio porte, que não possuem acesso ao mercado internacional. Entende, ainda, que poderá se transformar numa líder regional – América do Sul – para aquelas empresas circunvizinhas que não possuem acesso ao mercado internacional.

Paralelamente a este processo, a falência da Enron, uma *trading* de energia sediada em Houston, Estados Unidos – berço do capitalismo – provocou gigantescos prejuízos e abalos ao mercado financeiro internacional. Em contrapartida, o mercado global vem questionando a administração dos conflitos de interesses e a independência da auditoria, com o surgimento da proposta de desvinculação das atividades de auditoria e das de consultoria, após esta experiência. O colapso da Enron fomentou uma revisão dos mecanismos de um sistema que, embora tenha sido concebido para financiar a produção, pragmaticamente vem apresentando arriscadas oscilações.

Essa exposição de evidências conduz à reflexão de que o mais importante instrumento de alavancagem do mercado de capitais deva ser a Governança Corporativa. Ela propicia segurança aos investidores, valoriza as empresas e reduz o custo de captação. O sucesso empresarial deste novo paradigma permitirá que os benefícios da abertura de capital se estendam sobre um número maior de empresas

atraídas e atraentes. O mercado precisa, então, de casos de sucesso para contagiar e aproximar empresas e investidores (BARROS, 2000).

5.8 OS ÍNDICES DE DESEMPENHO DE AÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO

Com o intuito de criar mecanismo de comparação para a avaliação de ações, a Bovespa e alguns institutos como a Fundação Getulio Vargas criam índices com carteiras fictícias de ações. Essa prática ajuda analistas e potenciais investidores a terem ferramentas de comparação entre o desempenho das ações das empresas listadas na bolsa de vales.

5.8.1 Ibovespa

Para se ter um indicador que represente de forma fiel e eficiente o comportamento do mercado foi criado há muito tempo o IBOVESPA. Esse é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

O Ibovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor -base: 100 pontos), a partir de uma aplicação

hipotética. Ele supõe não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

A finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BOVESPA. Em termos de liquidez, as ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA. Já em termos de capital bursátil as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente e 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA.

A carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações que atendem cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:

- estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

Uma ação selecionada para compor a carteira só deixará de participar quando não conseguir atender a pelo menos dois dos critérios de inclusão anteriormente indicados. Deve-se ressaltar que companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial ou sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação não integrarão o Ibovespa.

5.8.2 Índices de Governança Corporativa (IGC)

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

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

- ações de novas empresas são incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação;

- ações de empresas já negociadas na Bovespa são incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no novo mercado ou nível 1 ou 2;

- uma vez que a empresa tendo aderido aos níveis 1 ou 2 da Bovespa, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

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

Se a empresa emissora entrar em regime de recuperação judicial ou falência, as ações de sua emissão são excluídas da carteira do índice. No caso de oferta pública que resultar em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado, suas ações também são excluídas da carteira. Nessas eventualidades, são efetuados os

ajustes necessários no índice. Quando das avaliações periódicas, uma ação poderá ser excluída da carteira se apresentar um nível de liquidez muito reduzido.

5.8.3 IBrX

O IBrX - Índice Brasil 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. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

Integram a carteira do IBrX as 100 ações que atendem cumulativamente aos seguintes critérios:

- estar entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade, apurados nos doze meses anteriores à reavaliação;
- ter sido negociadas em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

Cabe ressaltar que companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou ainda que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação, não integrarão o IBrX.

5.8.4 FGV-100

A Fundação Getulio Vargas vem, há quase duas décadas, criando e divulgando índices "benchmark" de ações, com os quais vem contribuindo para dar maior transparência e conteúdo analítico ao mercado e maior eficiência no processo de alocação de recursos por parte de administradores de carteiras e investidores em geral.

Em 1986 foi criado o FGV100, índice que se tornou importante referência de desempenho das ações de segunda linha nas bolsas brasileiras. Sua carteira é formada por 100 papéis de 100 empresas privadas não-financeiras, tendo como critério de seleção, além da dimensão das empresas, o desempenho econômico-financeiro e a liquidez das ações negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na Sociedade Operadora de mercado de Acesso (SOMA).

5.9 A SOUZA CRUZ NO MERCADO FINANCEIRO

A Souza Cruz é companhia aberta desde 1914 e registrada para negociação em bolsas de valores desde 1946, quando iniciou suas operações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, então o principal mercado acionário do Brasil. Em 1957 iniciou na Bolsa de Valores de São Paulo.

Segundo o site da empresa (www.souzacruz.com.br), ela sempre desenvolveu de forma pioneira algumas das principais práticas, principalmente em

governança corporativa, hoje tão valorizada, construindo uma transparente e qualificada política de relações com acionistas e com o mercado acionário.

O capital social da Souza Cruz é composto exclusivamente de ações ordinárias e o acionista controlador é o grupo BAT com 75,3% do total. Os demais 24,7% das ações são negociados no mercado. A empresa conta com um Conselho de Administração composto, em sua maioria, por membros externos, entre líderes de negócios e profissionais reconhecidos. Apenas quatro dos membros deste Conselho são ligados à empresa ou ao acionista controlador.

GRÁFICO DA COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

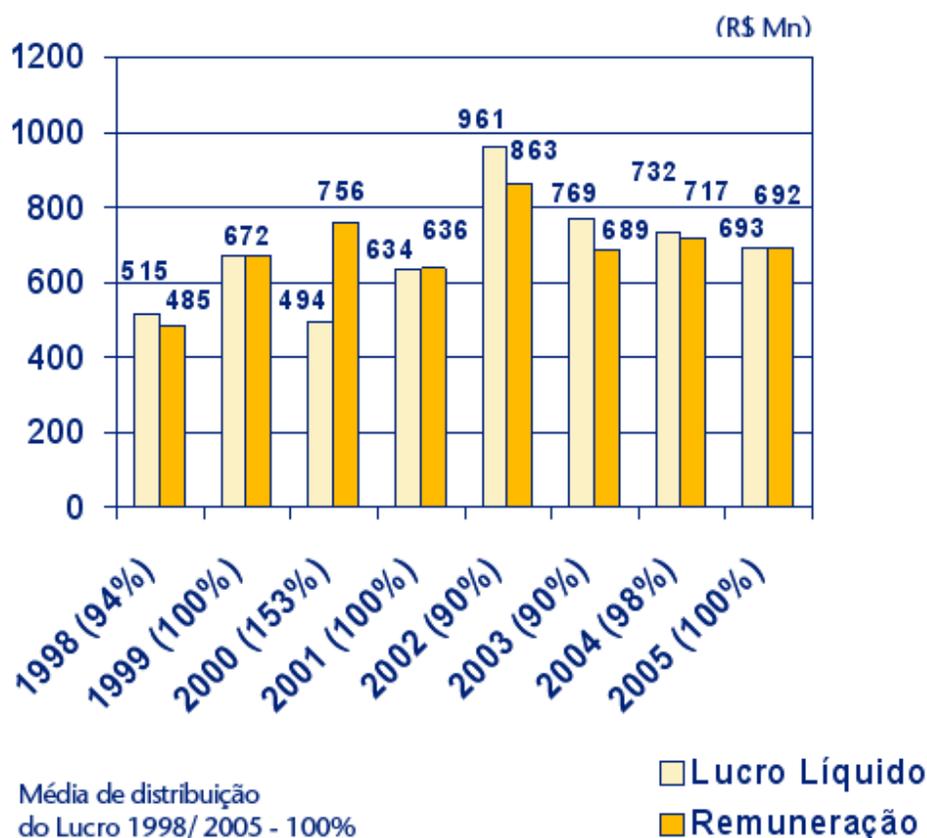


Fonte: www.souzacruz.com.br

Com a política de pagar semestralmente dividendos a seus acionistas, historicamente nos meses de março e agosto, a Souza Cruz foi em 1996 a primeira empresa do mercado brasileiro a instituir o pagamento de juros sobre capital próprio. Desde 2001 este pagamento é trimestral, depois de um período em que era semestral. Analisado o período desde 1996, a empresa vem destinando uma média de 90% do seu lucro líquido para a remuneração aos acionistas (dividendos mais juros).

Esta política e os resultados da empresa, que vêm valorizando as ações, posicionaram a Souza Cruz como a empresa de desempenho mais consistente no ranking Fundação Getúlio Vargas/Boston Consulting Group, nos últimos dez anos. Em 2001, a companhia liderou o este ranking de retorno ao acionista, com um índice de 82%. Também pela análise da consultoria Econômica, que realiza um amplo estudo em conjunto com a Agência Estado, é confirmada esta posição de destaque da Souza Cruz: em 2001 e 2002, a empresa foi indicada como a de melhor desempenho para os acionistas.

Remuneração aos Acionistas - Histórico



Fonte: www.souzacruz.com.br

Um bom exemplo da política de remuneração da Souza Cruz foi à decisão tomada na década de 90 de focar nas atividades fim da companhia, alienando a

participação societária em atividades importantes e rentáveis como papel e celulose. Em uma demonstração de respeito ao direito do acionista de definir sua estratégia de investimentos com liberdade, a Souza Cruz devolveu em dividendos 100% do resultado com estas operações de venda. Esta decisão demonstra o quanto à companhia respeita o acionista minoritário e mantém uma prática absolutamente consistente de remuneração.

A Souza Cruz é a empresa que mais tem criado valor para o acionista, segundo pesquisa do professor Oscar Malvessi, da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo. A pesquisa levou em conta o desempenho de 45 empresas selecionadas de capital aberto entre 2000 e 2003. No levantamento anterior, abrangendo o período de 1995 a 2000, a Souza Cruz também foi campeã no ranking das empresas que mais se destacaram em geração de valor. A fórmula desenvolvida pelo professor, por ele batizada de VEC (Valor Econômico Criado), relaciona o lucro operacional e o custo de capital de cada empresa. De 2000 a 2003, a Souza Cruz teve um VEC de 1,91 versus 1,64 da segunda empresa mais bem posicionada. Isso significa que o lucro operacional da companhia foi 91% maior que o custo do capital empregado. No estudo anterior, a Souza Cruz ficou em primeiro lugar com um lucro de 62% acima do custo de capital.

6. PROCEDIMENTO METADOLÓGICO

Para que fosse possível atingir os objetivos estabelecidos, foram caracterizadas, primeiramente, as práticas de Governança Corporativa da Souza Cruz. Para tal, foi utilizado o guia de melhores práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e os dados e documentos internos da empresa, a fim de qualificar e analisar as práticas atuais da empresa.

A metodologia para comparar o desempenho no mercado financeiro consistiu, basicamente, em avaliar o desempenho de uma carteira composta por ações das empresas que aderiram ao novo mercado de Governança Corporativa, comparando-se seu comportamento risco / retorno antes e depois de feita a adesão. A referida carteira que foi utilizada no teste foi aquela composta pelas ações de algumas empresas listadas no novo mercado de Governança Corporativa e que se mantiveram listadas até julho de 2006 e que fazem parte do índice de governança corporativa (IGC). Com esse mesmo procedimento, foi analisado o desempenho das ações da empresa Souza Cruz, considerando o mesmo período do índice. Assim, pode-se comparar os resultados obtidos, chegando então a conclusões quanto as vantagens que a empresa em estudo teria se aderisse ao nível de Governança Corporativa novo mercado.

Os dados de retorno das empresas que compõem o portfólio teórico deste trabalho foram obtidos através da coleta dos dados de fechamento mensais dos índices durante o período estudado no banco de dados "Economática". A informação a respeito do dia da adesão das empresas ao nível 1 da BOVESPA, bem como a informação referente à manutenção das mesmas nesse nível até o final do período estudado, foram obtidas no BID (Boletim Informativo diário da BOVESPA) do mês de julho de 2006, disponível no site www.bovespa.com.br. As séries de retorno do BOVESPA, foram

extraídas do banco de dados “Economática”. As informações da Souza Cruz foram retiradas de relatórios e manuais internos da empresa, assim como das publicações anuais, semestrais e trimestrais do desempenho da empresa e suas publicações de balanços contábeis.

7. GOVERNANÇA CORPORATIVA NA SOUZA CRUZ

Nesse capítulo, é caracterizada a governança corporativa na Souza Cruz e, posteriormente, é feita uma análise do desempenho das ações da companhia, ao longo do tempo, no mercado de capitais. Com isso, é discutida a opção de não aderir a nenhum dos níveis de governança da Bovespa, assim como a estratégia escolhida pela empresa para a captação de recursos.

Uma empresa, quando da sua constituição, tem, geralmente, seu capital integralizado com recursos próprios dos sócios que a compõem. Com este capital, eles começam a desenvolver as atividades a que se propõem e fazem deste negócio seu sustento e, algumas vezes, de alguns empregados. Muitas dessas empresas ficam neste estágio, mantendo-se como micro-empresas. Outras, por falta de um planejamento e visão do negócio, ou por “falta de sorte”, acabam encerrando suas atividades.

Outras empresas assim constituídas, com o passar do tempo, começam a crescer e, junto com este desenvolvimento, surge também à necessidade de investir na ampliação do espaço físico, no número de pessoas para trabalhar no negócio e, porque não dizer, na delegação de atividades antes exercidas pelos sócios. Empresas neste estágio começam a buscar recursos bancários para ampliar o seu negócio e a estruturar-se como pequena ou média empresa. Na medida em que estas empresas apresentam sucesso e conquistam espaço no segmento onde atuam, maior se torna a necessidade de recursos para ampliar o negócio, a ponto de pensar em alternativas de financiamento como, por exemplo, abrir o capital para a entrada de novos sócios. Os

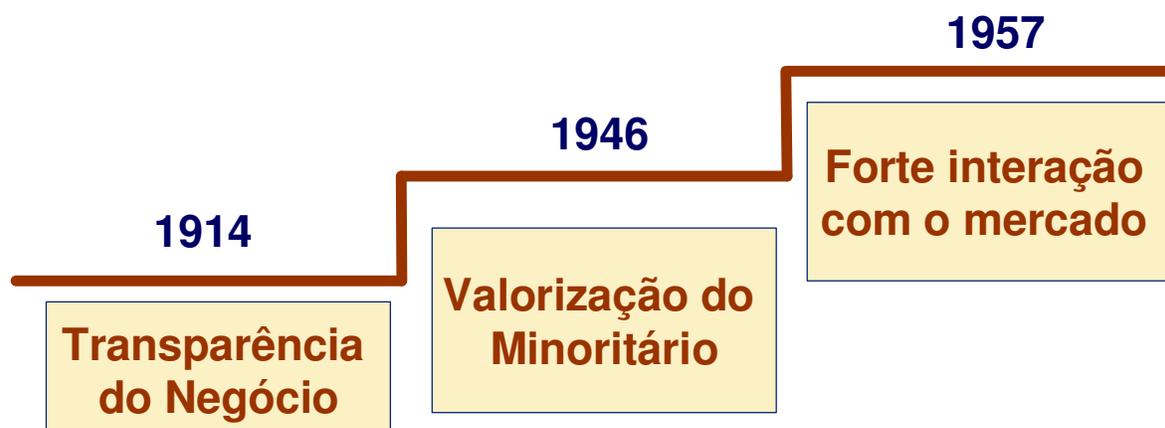
recursos dos atuais sócios são demasiadamente limitados às necessidades da empresa e os recursos bancários começam a comprometer a lucratividade do negócio.

Neste estágio o empresário tem que tomar uma decisão: continuar a crescer ou ficar limitado e correr o risco de alguém vir a comprar a sua empresa. Foi o que ocorreu com a Souza Cruz, quando em 1914 tornou-se uma sociedade anônima, depois de sua aquisição pela British American Tabacco.

7.1 SOUZA CRUZ, TRADIÇÃO EM GOVERNANÇA CORPORATIVA

Pode-se ver em toda a história da Souza Cruz uma forte preocupação em ser transparente e ter uma boa governança corporativa, mesmo quando esse assunto nem era comentado e estudado. Após ser adquirida pela British American Tabacco e tornar-se uma sociedade anônima, a empresa iniciou um novo período onde a forma de governar passou a ser uma estratégia importante.

Em 1946 a Souza Cruz é registrada na bolsa de valores do Rio de Janeiro, então o principal mercado do Brasil. Mais tarde, em 1957 ela é registrada na bolsa de valores de São Paulo, onde permanece até hoje. A empresa faz parte do índice IBOVEPA há mais de vinte anos seguidos, mostrando sua força no mercado, apesar de não fazer capitalizações através de emissão de ações.



Fonte: A Souza Cruz e a Governança Corporativa

Na década de setenta, a empresa cria seu conselho de administração independente, com a maioria dos membros externos. Nessa mesma época, a empresa começa a adotar padrões internacionais de conduta ética, seguindo as políticas de sua controladora, entre elas a cultura de responsabilidade corporativa e o compromisso com a excelência empresarial.

Na década de oitenta acontece a formalização de políticas de negociação e ações para dirigentes e funcionários (insiders). Com isso, a Souza Cruz antecipa por mais de uma década posteriores exigências éticas do mercado. Ainda nessa década, com o intuito de garantir altos padrões de gerenciamento de risco e controle das operações, ocorre a formação do comitê de auditoria, respaldados por seus respectivos sub-comitês.

Já na década de noventa, a empresa é a pioneira em restituir ao acionista a receita da venda de investimentos relevantes. Isso ocorreu com a venda das ações da Aracruz, dando um claro exemplo de geração de valor para o acionista. Respeitando os valores de transparência e fortalecimento da imagem corporativa, é criado o programa “Varejo Socialmente Responsável”, com o intuito de conscientizar o varejista a não vender produtos impróprios para menores de dezoito anos.

Em 2000 acontece a criação do Instituto Souza Cruz, profissionalizando e atuando como empresa cidadã. Em 2003 acontece a criação do Comitê de Responsabilidade Social, com o objetivo de garantir os riscos relativos ao desempenho ético, social e ambiental adequadamente identificado e gerenciado.

7.2 A SOUZA CRUZ E O CÓDIGO DE MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO IBGC

O código de melhores práticas de governança corporativa foi criado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em maio de 1999, quando a própria expressão governança corporativa era desconhecida no Brasil. Com isso o IBGC tinha o intuito de que o código servisse de instrumento de apoio e motivação para que esse assunto se expandisse e melhorasse no Brasil. Hoje ele já está em sua terceira revisão, sempre sendo atualizado de acordo com os avanços legislativos e regulatórios.

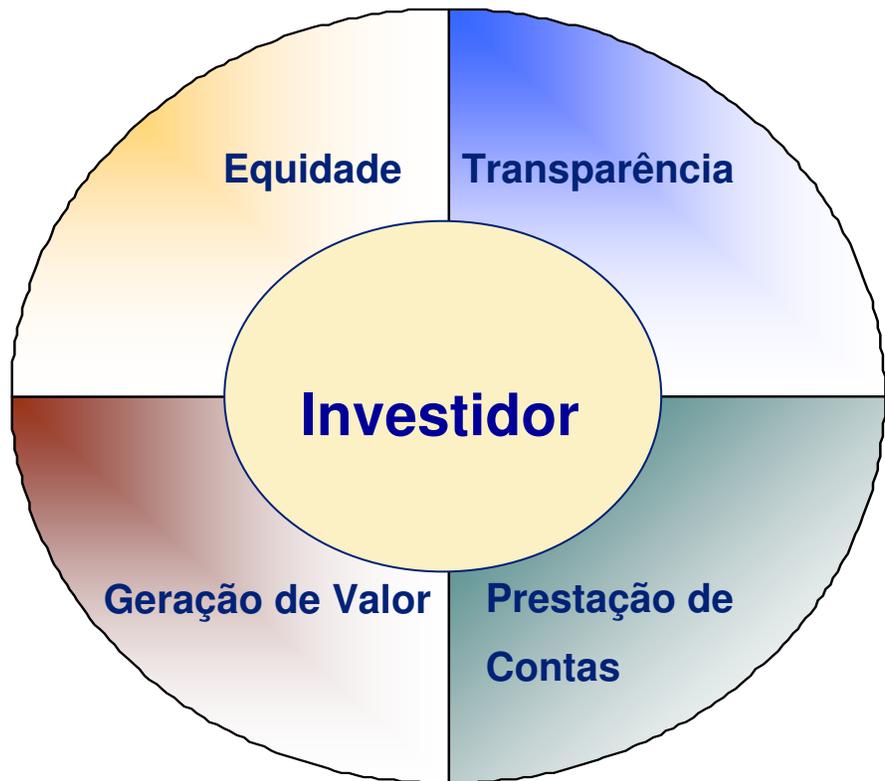
Os princípios básicos que inspiram esse código são também as linhas mestras que conduzem as práticas de governança corporativa da Souza Cruz. São eles:

- **Transparência:** Informações equilibradas e consistentes que fortaleçam a imagem corporativa. Envolvimento e diálogo pró-ativo com os diversos públicos de relacionamento da empresa.

- **Equidade:** Todos os acionistas são iguais com direito a voto nas assembleias. A Souza Cruz possui cem por cento de ações ordinárias (que dão direito a voto).

- **Prestação de Contas (accountability) :** Os agentes da governança corporativa devem prestar contas de seus atos. Responsabilidade de fiscalização na Souza Cruz é do conselho de administração, diretoria executiva e auditoria (interna e externa).

- Geração de Valor: Excelência na administração agregando valor para o investidor a longo prazo”.



Fonte: A Souza Cruz e a Governança Corporativa

7.2.1 Propriedade

Cada sócio é um dos proprietários da sociedade, na proporção de sua respectiva participação no capital social, por isso, o código de melhores práticas do IBGC apresenta o conceito de “uma ação = um voto”. O código diz:

O direito de voto deverá ser assegurado a todos os sócios, independentemente da espécie ou classe de suas ações/quotas e na proporção destas. Assim, uma ação/quota deverá assegurar o direito a um voto. Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedades e demais organizações, no que couber.

A vinculação proporcional entre poder de voto e participação no capital é fundamental para favorecer o alinhamento de interesses entre todos os sócios. Com efeito, o voto é o melhor e mais eficiente instrumento de fiscalização.

A Souza Cruz está plenamente de acordo com o código, pois possui sua estrutura de capital com 100% de ações ordinárias, ou seja, com igualdade entre o acionista majoritário e minoritário. Segundo o estatuto da empresa, essas ações serão nominativas, adotando o sistema de ações escriturais. Além disso, com relação à assembleia geral, a empresa obedece todas as disposições da lei inclusive no que se refere às convocações, deliberações e instalações.

Outro aspecto importante é o uso de informações privilegiadas, onde o código diz:

Deverá ser vedada, a qualquer das pessoas mencionadas no parágrafo seguinte, a utilização de informação privilegiada, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento sob confidencialidade, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida mediante negociação de quotas/ações, em nome próprio ou de terceiro.

A Política de Divulgação e uso de informações relevantes e negociação de valores mobiliários de emissão da companhia foi elaborada de acordo com as instruções CVM números 358 e 369. Nela há restrição a qualquer utilização de informações privilegiadas pelos sócios conselheiros de administração, diretores,

conselheiros fiscais, membros de órgãos técnicos e consultivos e ainda pessoas que, em razão de seus cargos, tenham acesso a informações antes do mercado.

A única política do código que a Souza Cruz não está de acordo, quando é falado de propriedade, é a dispersão de ações (free float). As melhores práticas de governança corporativa sugerem que as companhias de capital aberto mantenham em circulação o maior número possível de ações, ainda é recomendado que elas estimulem a sua dispersão, em benefício da liquidez desses títulos. A empresa tem um free float de somente 24,7% de suas ações. Isso devido a uma política da BAT e não é percebida nenhuma ação que contemple qualquer mudança nessa questão.

7.2.2 Conselho de Administração

Segundo o estatuto da Souza Cruz, o conselho de administração da empresa deve ser composto de no mínimo seis e no máximo doze conselheiros, com mandato de três anos, podendo ocorrer reeleição. Atualmente o conselho está composto de onze membros, sendo que sete deles são independentes, ou seja, não possuem vínculo nenhum com a sociedade, exceto eventual participação de capital. Esses conselheiros são líderes de negócio e profissionais de destaque.

As práticas sugeridas no código do IBGC referentes ao conselho de administração são inúmeras. Entre elas pode-se ressaltar que o conselho de administração de uma sociedade deve ter a maioria de membros independentes, variar entre cinco e nove conselheiros (dependendo do perfil da sociedade) e que o conselheiro deve ter mandato de um ano com possibilidade de renovação, porém essa não deve ser automática e apenas admitida após avaliação formal de desempenho. No caso da empresa que está sendo analisada, atualmente há um número é maior de conselheiros que o sugerido no código (11), porém como a maioria é externo isso é

sinal de consistência na política de boa governança corporativa. Quanto ao tempo de mandato, o praticado na Souza Cruz é superior à sugestão do IBGC e acredita-se que a empresa poderia rever esse item, pois a diminuição do mandato trairia maior segurança, já que o conselheiro passaria por uma avaliação anualmente.

Ainda segundo o estatuto da empresa são requisitos para ser membro do conselho de administração ter residência no país, ser acionista, ter ilibada reputação e larga experiência profissional. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da COMPANHIA;

II - eleger e destituir os Diretores da COMPANHIA, observando o que a respeito dispuser o Estatuto;

III - fixar as atribuições ou áreas de atuação dos Diretores, Vice-Presidentes e dos Diretores;

IV - fiscalizar a gestão dos Diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da COMPANHIA, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

V - convocar a Assembléia Geral, quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132 da Lei n. 6404, de 1976;

VI - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria;

VII - escolher e destituir os auditores independentes;

VIII - autorizar a aquisição de ações de emissão da COMPANHIA, para efeito de cancelamento ou permanência em Tesouraria e posterior alienação;

IX - constituir Comitês Permanentes, com as atribuições e composição que especificar.

7.2.3 Conselho Fiscal e os Comitês de Auditoria e Responsabilidade Social

A companhia, segundo seu estatuto, terá um Conselho Fiscal de caráter não permanente, composto de 3 (três) membros efetivos e igual número de suplentes. Uma vez instalado, o Conselho Fiscal terá as atribuições que a lei lhe confere e a Assembléia Geral que determinar a sua instalação elegerá os seus membros e fixar-lhes-á a sua remuneração.

Além disso, a companhia possui um comitê de auditoria e um comitê de responsabilidade fiscal. O comitê de auditoria é responsável pelo monitoramento de riscos e eficácia de controles com a totalidade de seus membros externos. O comitê de responsabilidade social é responsável pela identificação, gerenciamento e monitoramento de riscos da imagem corporativa e é composto por sete membros, sendo quatro externos.

Por a empresa ser de um ramo polêmico e produzir um produto controverso, nota-se uma grande preocupação com a imagem da empresa. A aplicação de boas práticas de governança corporativa e o reconhecimento delas pelo mercado ajuda a Souza Cruz a ter uma boa imagem perante a sociedade. Com certeza essa é uma forte razão para que o assunto tenha tanto destaque na administração da empresa.

7.2.4 Níveis de Governança Corporativa da Bovespa e a Souza Cruz

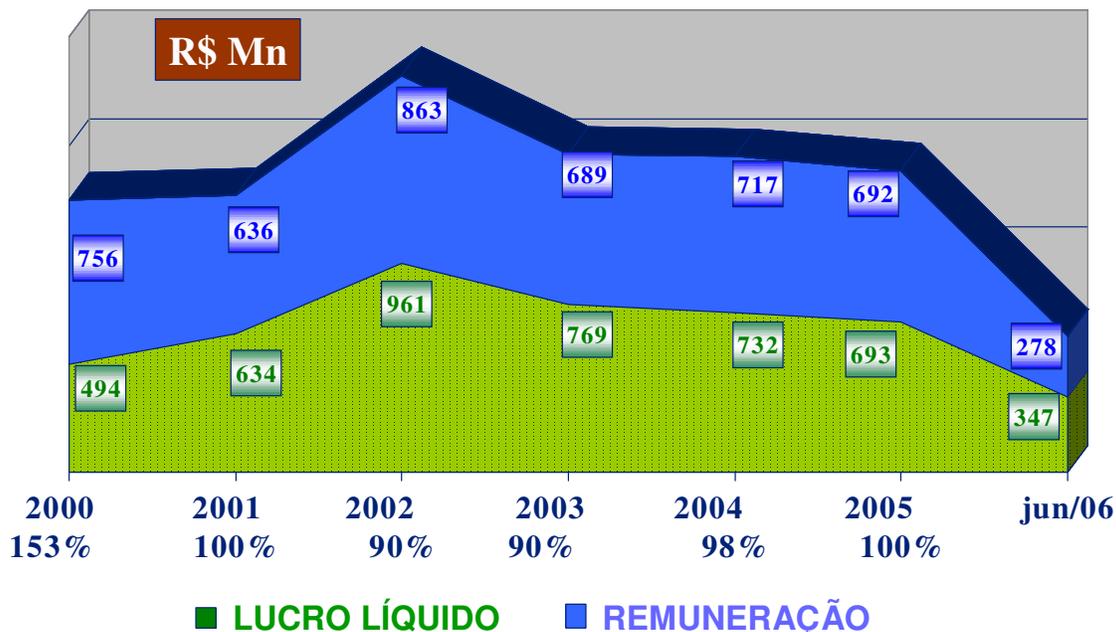
A Souza Cruz considera a iniciativa da Bovespa de criar seus níveis de governança corporativa e incentivar as empresas a melhorarem sua governança como um grande avanço no mercado financeiro brasileiro. Entretanto, ela não demonstra interesse em aderir nenhum desses níveis.

Segundo entrevista feita com o gerente de relações com o investidor da empresa, a principal razão para isso é que a empresa não atende um dos requisitos obrigatórios para o novo mercado, que é ter 25% de suas ações negociadas em bolsa de valores. Por política da BAT, a posição dos minoritários, desde a listagem na Bolsa de Valores em 1946, são e 24,7%, ou seja, seria necessário que a controladora abrisse mão de 0,3% para atender a esse requisito.

Outro ponto importante para a análise desse assunto é que a empresa não faz captações de recursos no mercado financeiro. Segundo o gerente de relação com o investidor, isso ocorre devido ao fato de a empresa distribuir 100% de seus resultados não necessários ao andamento do negocio de fumo e cigarros. Ela não tem, portanto, necessidade de buscar novos investidores, porém é importante lembrar que a BAT tem suas ações negociadas em bolsa, o que justifica a política de boa governança corporativa.

REMUNERAÇÃO AOS ACIONISTAS

Média de distribuição do Lucro 2000/ 2005 - 100%



Fonte: A Souza Cruz e a Governança Corporativa

7.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NA BAT

A British American Tobacco tem sua governança corporativa alinhada com seus objetivos de negócio e com os altos padrões de transparência, prestação de contas e equidade. Esses princípios refletem a conduta do negócio, que é constantemente revisada com o intuito de garantir que as melhores práticas estão sendo utilizadas. Além disso, todas as empresas do grupo e todos os empregados, em qualquer parte do mundo, devem seguir as práticas de governança que BAT indica em sua política corporativa.

As principais regras de governança aplicadas pelas companhias britânicas listadas na bolsa de valores de Londres estão contempladas no “Código Combinado de Governança Corporativa” da empresa. O conselho da BAT, que se reúne pelo menos sete vezes por ano, é formado pelo presidente da empresa, três diretores executivos e oito diretores não executivos. Todos os diretores executivos têm um ano de mandato.

A maioria dos diretores não executivos são independentes. Eles não possuem contrato de serviço com a BAT. Os termos seguidos pelos diretores não executivos prevê que um novo diretor é apontado para um assunto específico, iniciando na próxima reunião geral anual.

A BAT tem negócios não listados na bolsa de valores de Londres em Recibos de Depósitos Americanos. Nenhum desses recibos está sob as exigências de padrão dos Estados Unidos nem das leis americanas, como a Oxley Act de 2002. Entretanto a diretoria da BAT, com o interesse de apresentar uma boa governança corporativa, fez um código espontâneo explicando as principais semelhanças e diferenças entre as

práticas de governança corporativa da empresa e aquelas que seriam exigidas caso a empresa estivesse sob essas regras.

A empresa possui também um código de conduta que deve ser seguido por todos os empregados e pela diretoria. Esse código requer que os empregados e diretores sigam um alto padrão de integridade no negócio e sejam compromissados com as leis e regulamentos do país que estão operando.

Esses padrões são atualizados periodicamente para refletir o desenvolvimento e as questões que afetam a condução da empresa e seus valores. Nenhum gerente ou diretor tem a autoridade de pedir ou aprovar nenhuma conduta contrária ao código e penalidades pelo não seguimento desses padrões são severas, incluindo o cancelamento do contrato de trabalho. As áreas que o código cobre são: propina e corrupção; leis de competição; conflitos e interesses, entretenimento e brindes, tratados ilícitos, informações sigilosas da empresa, tratados internos e abuso de marketing, lavagem de dinheiro e contribuição para políticos.e entidades.

A preocupação da BAT em ser transparente e ter boas práticas de governança corporativa é em parte explicada pela composição de suas ações ordinárias: 88,69% das ações ordinárias da empresa negociadas na bolsa de Londres são de investidores individuais, 9,63% são de companhias nomeadas, 1,64% de outras holdings e somente 0,04% são de fundos de pensão. Pela grande porcentagem de investidores individuais a companhia precisa transmitir segurança para seus investidores, exigindo inclusive um alto compromisso de governança de suas empresas em outros países espalhados pelo mundo.

7.4 DESEMPENHO DAS AÇÕES DA SOUZA CRUZ

Segundo muitos estudos já publicados sobre governança corporativa, empresas que possuem boas práticas de governança têm melhor desempenho de suas ações em bolsa de valores e são mais procuradas pelos investidores que empresas não conhecidas por ter boas práticas de governança. Os estudos ainda mostram que as empresas que aderem aos níveis de governança corporativa criados pela Bovespa (Nível 1 e 2 e Novo Mercado) são ainda mais procuradas pelos investidores, sobretudo os minoritários, e trazem ainda melhor desempenho para as ações das companhias.

Conforme já analisado nas seções anteriores desse capítulo, a Souza Cruz possui a grande maioria das boas práticas de governança sugeridas pelo mercado e por entidades como o IBGC e até a maioria das práticas exigidas pela Bovespa para a inserção no novo mercado. Entretanto, ela não demonstra interesse em ter suas ações negociadas nesse mercado criado pela Bovespa.

Por isso, espera-se que ao analisar o desempenho das ações da Souza Cruz, esta tenha um desempenho abaixo das companhias pertencentes aos níveis de governança da Bovespa, representado através do IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada). Além disso, é importante analisar se seus acionistas minoritários estão sendo prejudicados de alguma maneira pela política escolhida pela companhia, ou seja, se o desempenho de suas ações estão abaixo do desempenho da média do mercado, representado por alguns índices de mercado como o Ibovespa, o IBrX e o FGV-100.

7.4.1 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IBOVESPA

O Ibovespa é atualmente composto por 54 ações retratando a movimentação dos principais papéis negociados na Bovespa, representando não só o comportamento

médio dos preços, mas também o perfil das negociações do mercado à vista observadas no pregão. A Souza Cruz é uma das empresas que compõem o Ibovespa.

Comparando-se o desempenho das ações da Souza Cruz com o desempenho do Ibovespa, a partir do ano de 1998 até outubro de 2006, pode-se observar que os resultados são parecidos. As ações da Souza Cruz apresentaram um desempenho um pouco abaixo do índice em questão, na maior parte do tempo, todavia pode-se observar que o desempenho da empresa acompanha o índice em todas as épocas analisadas, tendo altas e baixas conforme o desempenho do Ibovespa. O desempenho da Souza Cruz chegou a ser inclusive superior ao índice durante todo o ano de 2004 e muito próximo do índice no ano de 2005.

Já em 2006 o desempenho acionário da empresa foi inferior ao índice. Uma análise mais profunda do cenário econômico do ano seria preciso para chegar-se a uma melhor conclusão da causa desse efeito, contudo o desempenho não chega a comprometer os acionistas visto que ele é ascendente.



Fonte: Economática

7.4.2 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IBrX

O IBrX mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas a Bovespa. Assim como o Ibovespa, esse índice é muito usado pelos analistas para a comparação do desempenho dos papéis das empresas que almejam investir.

Conforme o gráfico abaixo, o desempenho das ações da Souza Cruz, assim como quando se comparou com o Ibovespa, acompanha o desempenho do índice e foi inclusive superior a ele no ano de 2004. Porém, o desempenho desse índice foi melhor que o Ibovespa, aumentando a diferença em relação ao desempenho da Souza Cruz.



Fonte: Economática

7.4.3 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o FGV-100

O FGV-100 é formado por uma carteira de 100 empresas privadas não-financeiras e tem como critério de seleção a dimensão das empresas, o desempenho econômico financeiro e a liquidez das ações negociadas na Bovespa.

Por não incluir empresas financeiras, que, em geral, possuem um bom desempenho acionário, pode-se perceber uma aproximação do índice com o desempenho da Souza Cruz. Pode-se fazer uma melhor comparação da Souza Cruz com o FGV-100 por esse índice ser composto de empresas com mais semelhanças com a Souza Cruz, em questão de setor, porte e liquidez.



Fonte: Economática

7.4.4 Desempenho das Ações da Souza Cruz e o IGC

O índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa e são negociadas no Novo Mercado ou estão classificadas nos níveis 1 ou 2 da Bovespa.

Comprovando a teoria de que essas empresas devem ter um melhor desempenho na bolsa de valores e que são mais procuradas pelos investidores, o desempenho desse índice é melhor que o da empresa Souza Cruz. Pode-se perceber inclusive que em alguns períodos, como no ano de 2005, o índice teve um comportamento ascendente, enquanto as ações da empresa estiveram em queda.

Com essa comparação, chega-se a conclusão que os acionistas da Souza Cruz ganhariam e teriam um melhor desempenho e suas ações se a empresa aderisse a algum dos níveis da Bovespa. Ou seja, os acionistas estão deixando de ganhar com a política escolhida pela companhia.



Fonte: Economática

7.4.5 Comparação do Desempenho da Souza Cruz com todos os Índices

Quando é feita a comparação de todos os índices já mencionados com o desempenho dos papéis da Souza Cruz, pode-se perceber que conforme já esperado o IGC é o que apresenta melhor desempenho. Isso comprova que ter boas práticas de governança e principalmente ter as ações negociadas no Novo Mercado ou aderir ao nível 1 ou 2 agrega valor para a acionista e ajudam à empresa na captação de recursos no mercado financeiro.

Contudo, o desempenho da Souza Cruz na Bovespa pode ser considerado satisfatório. É lógico que por estarmos comparando carteiras de investimento com o desempenho das ações da empresa, observa-se um desempenho inferior dos papéis da Souza Cruz. Quando se tem uma carteira o risco é diversificado e com isso, geralmente, se obtêm um desempenho mais satisfatório.

Além disso, a Souza Cruz, segundo os dados do programa Economática, possui um beta de 0,45, considerado como um empresa que independe do mercado. Quanto mais alto é o beta de uma empresa, mais arriscada e dependente do mercado essa empresa é. Segundo esse mesmo programa, a Souza Cruz tem um volume médio de cotação de 5.594K, volume calculado pelos últimos vinte um dias.



Fonte: Economática

8. CONCLUSÃO

Com os estudos já realizados sobre o tema de governança corporativa e com as análises feitas nesse trabalho, pode-se perceber que ter uma boa governança corporativa agrega valor para as empresas. O mercado e principalmente os investidores estão procurando empresas com boa governança para aplicar seu dinheiro, visto que essas empresas possuem melhor comunicação com seus acionistas e são, portanto, um investimento mais seguro.

A Bovespa, com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, contribuiu muito para o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro e para o desenvolvimento da governança corporativa nas empresas do país. Através do desempenho do índice IGC, desde sua criação até hoje, pode-se verificar que as empresas que aderiram os níveis de governança corporativa diferenciados tiveram um desempenho melhor de suas ações que a média de mercado, representado pelo IBOVESPA.

A Souza Cruz é um nome importante dentro do mercado financeiro, ganhando inclusive prêmios de reconhecimento, como o Prêmio Mauá. A empresa tem uma grande preocupação em ter as melhores práticas de governança praticadas no mercado, conforme a análise já apresentada nesse trabalho. Entretanto, a Souza Cruz não depende do mercado financeiro para captar recursos para seu desenvolvimento. A questão de então porque ela se esforça tanto para ser uma empresa lembrada pela vanguarda em governança corporativa pode ser respondidas com alguns pontos apresentados no estudo.

Primeiramente, por ser controlada por uma empresa de capital aberto no estrangeiro, que possui grande maioria de suas ações com investidores individuais, ela sofre grande pressão de sua controladora para ter práticas de governança avançadas. É notável que a BAT, que detém 75,7% de suas ações ordinárias, veja nas práticas de governança uma solução para minimizar o problema de agência que poderia ocorrer entre os administradores da Souza Cruz e os interesses de seus acionistas.

Um segundo ponto que pode ser concluído é que a Souza Cruz quer ter uma boa imagem perante a sociedade. Todavia, parece óbvio que ser reconhecida por ter boas práticas de governança e tratar seus acionistas com prioridade, inclusive com elogiável política de pagamento de dividendos, conquista parceiros importantes para a estratégia da empresa.

Por fim, verificou-se, com a análise do desempenho acionário da empresa, a partir de 1998, que os acionistas poderiam maximizar seus ganhos se a empresa aderisse aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e tivesse seus papéis negociados no novo mercado. Contudo, o desempenho da empresa no mercado financeiro pode ser considerado satisfatório e é principalmente recompensado pela suprema política de distribuição de dividendos.

A empresa está em um ramo com algumas incertezas sobre o futuro. Há uma tendência mundial de diminuição do número de fumantes e de criação de mais restrições para as indústrias tabagistas. Com isso, mesmo com os rumores no mercado financeiro de que a Souza Cruz poderia vir a fechar seu capital, acredita-se ser uma boa estratégia que ela mantenha parte de seu capital negociado em bolsa, mesmo que seja uma parte pequena. No futuro, caso ela precise de mais capital para investimentos, essa parece ser a melhor alternativa. Esse conselho é fortalecido com a tendência de evolução do mercado financeiro brasileiro, que já é hoje uma das melhores opções para as empresas que precisam captar recursos.

ANEXO I – Empresas Listados nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado da BOVESPA

Companhias Listadas no Nível 1

Aracruz Celulose S.A
Arcelor Brasil S.A.
Banco Bradesco S.A.
Banco Itaú Holding Financeira S.A.
Bradespar S.A.
Brasil Telecom Participações S.A.
Brasil Telecom S.A.
Braskem S.A.
Cia Brasileira de Distribuição
Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG
Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira
Cia Hering
Cia Transmissão Energia Elet. Paulista
Cia Vale do Rio Doce
Confab Industrial S.A.
Duratex S.A
Fras-Le S.A
Gerdau S.A.
Iochpe Maxion S.A
Itausa Investimentos S.A.
Klabin S.A.
Mangels Industrial S.A.
Metalurgica Gerdau S.A.

Randon S.A. Implementos e Participações
Ripasa S.A. Celulose e Papel
S.A. Fábrica de Prods. Alimentícios Vigor
Sadia S.A.
São Paulo Alpargatas S.A.
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
Ultrapar Participações S.A.
Unibanco Holdings S.A.
Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A.
Unipar União de Ind Petroq S.A.
Votorantim Celulose e Papel S.A.
Weg S.A.

Companhias Listadas no Nível 2 :

ALL América Latina Logística S.A.
Centrais Elet. De Santa Catarina S.A.
Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.
Equatorial Energia S.A.
Eternit S.A
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.
Marcopolo S.A.
NET Serviços de Comunicação S.A.
Saraiva S.A. Livreiros Editores
Suzano Petroquímica S.A.
TAM S.A.
Universo Online S.A.
Vivax S.A.

Companhias Listadas no Novo Mercado:

American Banknote S.A.
Bco Nossa Caixa S.A.
Brasilagro – Cia Brás de Prop Agrícolas
Cia Concessões Rodoviárias
Cia Saneamento Básico Est. São Paulo
Cia Saneamento de Minas Gerais MG
Company S.A.
Corsan S.A. Industria e Comercio
CPFL Energia S.A.
CSU Cardsystem S.A.
Cyrela Brazil Reality S.A. Empreend e Part
Datasul S.A.
Diagnósticos da América S.A.
EDP – Energias do Brasil S.A.
Embraer – Empresa Brás de Aeronáutica S.A.
Gafisa S.A.
Grendene S.A.
Light S.A.
Localiza Rent a Car S.A.
Lojas Renner S.A.
Lupatech S.A.
Natura S.A.
Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.
Perdigão S.A.
Porto Seguro S.A.
Renar Macas S.A.
Rossi Residencial S.A.
Submarino S.A
Totvs S.A.

Tractbel S.A.

ANEXO II – Membros do Conselho de Administração da Souza Cruz

Antonio Monteiro de Castro Filho
Presidente

Flavio de Andrade
Presidente Vice-Presidente

Nicandro Durante
Membro

Luiz Felipe Palmeira Lampreia
Membro

Carlos Geraldo Langoni
Membro

Celio de Oliveira Borja
Membro

Rudolf Hohn
Membro

João Pedro Gouvêa Vieira Filho
Membro

Maria Silvia Bastos Marques
Membro

Israel Vainboim
Membro

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, F. G. E ALMEIDA L. C. **A Governança Corporativa no Brasil: Um Estudo de Caso no Setor de Telecomunicações**. Revista da Comissão de Valores Mobiliários, dez. 2001.

BARROS, José Roberto Mendonça de et al. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000. 52 p.

BOOZ-ALLEN & HAMILTON. **Estudos de Governança Corporativa**. 2000. Disponível em <http://extfile.bah.com/livelihood/livelihood/111162?func=doc.Fetch&nodeid=111162>.

BOVESPA-Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>.

CRUZ, F. C. **Benefícios Privados de Controle, Ambiente Legal e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Um Estudo Do Caso Brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – EPGE / FGV, 2003.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro – Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed. 1996. 371p.

IBGC-*Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>.

LAMB, R. **Conflitos e teoria da agência – Uma visão Financeira**, Anais 16º ENANPAD, Canela (RS), 1992.

LOBÃO, Renato Cioglia. **Governança Corporativa e o Impacto de Adesão aos Níveis Diferenciados da BOVESPA**. Monografia – Faculdades Ibmecc. Minas Gerais, 2004.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190 p.

MCKINSEY COMPANY E KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.

MONACO, Douglas Cláudio. **Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle da Sociedade por Ações no Brasil**.

Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2003 .

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de Administração Financeira**. Tradução de Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 523 p. Título original: Essentials of corporate finance.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da Comissão de Valores Mobiliários**, 2001.

SILVEIRA, Alexandre D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, USP, São Paulo, 2002.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, PUC-RJ, Rio de Janeiro, 2002.

VALADARES, S. M.. **Três Ensaios sobre Mercado por Controle no Brasil**, 1998. Tese(Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-RJ, Rio de Janeiro. Prentice-Hall do Brasil, 1998.