

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS ADESÕES AOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA BOVESPA**

Porto Alegre

2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

Karen Ungaretti Romanato Ruiz

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS ADESÕES AOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA BOVESPA**

Orientador: Prof. Guilherme Ribeiro

Porto Alegre

2011

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>04</b>
<b>1 A NECESSIDADE DE CONTROLE E O CONFLITO DE AGENCIA</b> .....	<b>05</b>
1.1 Governança Corporativa no Mundo .....	08
1.2 Governança Corporativa no Brasil .....	10
<b>2 A BOVESPA E OS SEGMENTOS DE MERCADO EM GOVERNANÇA</b> .....	<b>16</b>
2.1 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa .....	21
<b>3 PRATICAS AUXILIARES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b> .....	<b>22</b>
3.1 Tag Along .....	22
3.2 Sarbanes Oxley .....	22
3.3 Conselho de Administração e Conselho Fiscal.....	24
<b>4 Estudos de Caso</b> .....	<b>26</b>
4.1 Mangels S/A .....	27
4.2 Vale S/A .....	35
4.3 MMX S/A .....	42
4.4 Gerdau S/A .....	48
4.5 Usiminas S/A .....	52
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>58</b>
<b>REFERENCIAS</b> .....	<b>61</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>63</b>

## INTRODUÇÃO

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.” (IBGC, 2011)

Cada vez mais no mundo globalizado, corrido e acirrado de hoje em dia, precisamos de segurança e informações para a tomada de decisões. No mundo do Mercado Financeiro isto não só não é diferente, como cada vez mais importante.

As praticas de Governança Corporativa adotadas pelas grandes empresas nacionais, e internacionais, vem com esta finalidade, de informar cada vez mais e melhor seus acionistas e investidores, trazendo-lhes a dose necessária de confiança e credibilidade para investir seu dinheiro naquela empresa.

A cada dia que passa maiores são os índices e metas a serem cumpridas e cada vez mais são criadas novas exigências a serem postas em práticas pelas empresas e seu corpo executivo.

Por outro lado, ainda temos vários escândalos, fraudes e golpes no mercado financeiro, que assistimos e ouvimos a todo o momento nos noticiários; e é estas fraudes

que se tenta impedir com práticas transparentes e bem aplicadas, empresas que buscam profissionais competentes para gerir sua Diretoria, para que estes riscos sejam minimizados e que a empresa tenha seus investidores mais tranqüilos e conscientes de sua empresa.

Mas além de minimizar os riscos, empresas que aplicam em sua gestão práticas de Governança Corporativa tendem a agregar maior valor a suas ações e melhor retorno aos seus acionistas. Mas onde podemos verificar se estas práticas realmente funcionam e agregam valor para as empresas que as utilizam?

Efetuamos um compilado de informações a respeito de Governança Corporativa, buscando sua real definição e origem e o porquê de sua aplicação e, selecionamos cinco empresas do ramo siderúrgico e mineração, que utilizam das práticas de Governança Corporativa com a finalidade de identificar se realmente houve alterações em sua rentabilidade e valor da ação se comparadas com períodos anteriores a utilização das práticas.

## **1. A NECESSIDADE DE CONTROLE E O CONFLITO DE AGÊNCIA**

O movimento pela governança corporativa ganhou força em meados da década de 1980 nos EUA. Grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, em detrimento dos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década.

Até pouco tempo, nas empresas privadas e em grande parte familiares, havia uma grande incidência de acionistas e proprietários exercendo a função de gestores, confundindo sua pessoa, a propriedade e a gestão. Com a globalização, a grande quantidade de investidores externos (e internacionais) e a profissionalização da direção das organizações a Governança Corporativa ganhou um novo impulso.

Esta participação crescente de investidores estrangeiros e institucionais no capital das empresas trouxe à tona o problema de gerir uma empresa de forma a fomentar a riqueza de todos os acionistas evitando situações de conflitos, onde nem sempre os interesses de gestores e proprietários estão alinhados, surgindo assim, o chamado “Conflito de Agência”.

A Teoria da Agência ou Conflito de Agência aborda um tipo de relação bastante freqüente no sistema econômico vigente nas economias mais fortes, ou seja, a relação entre um indivíduo (o proprietário – pólo principal) e um terceiro (o agente), no qual três condições são necessárias:

1. O agente contratado tem o poder de aplicar sua forma de direção da maneira que melhor lhe convenha (gestão);
2. Esta gestão irá afetar não só sua situação como executivo, mas também daqueles que lhe colocaram naquela posição, ou seja, os proprietários e/ou acionistas;
3. A gestão praticada pelo executivo é de difícil controle do acionista, pois lhe faltam informações e troca destas entre as duas partes (gestão e acionista).

Na tentativa de minimizar ou superar estes conflitos, que acabam por prejudicar o desenvolvimento das empresas, a Governança Corporativa vem criando um conjunto de princípios e práticas de gestão e monitoramento, para assegurar, cada vez mais, que as estratégias dos gestores e os interesses dos acionistas estejam sempre alinhados.

Aplicar práticas de Governança Corporativa nas empresas é uma das formas que pode permitir aos acionistas e investidores terem um maior conhecimento e controle da gestão praticada por seus executivos contratados, podendo exigir e cobrar resultados, com a transparência necessária frente ao mercado e com uma conseqüente diminuição dos riscos.

A empresa terá ainda, condições de administrar o negócio considerando os interesses de todos os acionistas envolvidos, sem distinção entre o acionista controlador e o acionista investidor. (...) Para quem está analisando a operação, é importante ter certeza de que será tratado como parceiro, tendo acesso a informações que permitam acompanhar e fiscalizar o seu investimento. (Trevisan, 2007)

A Governança Corporativa possui três princípios básicos, que visam reduzir os conflitos entre Acionistas (*Shareholders*), Gestores e *Stakeholders*: (*apud* Carvalho, 2002)

- Transparência (*Disclosure*) - traz a necessidade de uma política de divulgação e informações, uma vez que é extremamente necessário que todos os acionistas tenham acesso a informações claras e confiáveis sobre a empresa e seus resultados;

- Equidade (*Fairness*) - o relacionamento entre os agentes da governança corporativa e as diferentes classes de proprietários (minoritários, majoritários) deve ser caracterizado pelo tratamento justo e equânime. Um exemplo desta equidade foi a criação da prática do *Tag along*;

- Prestação de contas (*Accountability*) – este princípio demonstra a obrigatoriedade das empresas que adotam as práticas de Governança Corporativa a prestar informações econômico-financeiras ao mercado, auditadas externamente, e com algumas outras informações acessórias, tais como auditoria externa, fluxos de caixa, que juntas trarão a transparência da empresa, necessária ao mercado investidor e seus acionistas.

Há ainda um quarto princípio importante, o da Responsabilidade Corporativa, onde teremos a importante presença do Conselho de Administração da Companhia e outros órgãos de fiscalização e controle, como Conselho Fiscal e Auditoria.

Além da redução do custo de capital, um sistema de governança corporativa eficiente pode gerar um conjunto de benefícios internos que melhoram o fluxo de caixa e os resultados da empresa.

Para MAHONEY (2007), a comunicação entre gestores e acionistas também deve ser cada vez mais estreita e direta com administradores, através de reuniões e até utensílios da mídia, acompanhando de perto os avanços, a gestão e os resultados da empresa.

Esta é a maior questão da aplicação da Governança Corporativa nas empresas, o quanto de resultado e valor ela pode agregar a empresa.

### **1.1 A Governança Corporativa no Mundo**

Rubach e Sehora (1998) realizaram um estudo da governança corporativa entre EUA, Japão e Alemanha, onde ficou evidenciado o seguinte:

- Nos EUA, a governança enfatiza a transparência das informações pela necessidade dos investidores de monitorar o desempenho das empresas, tornando o mercado mais eficiente. A medida de eficiência normalmente utilizada é o retorno do capital financeiro. Observou-se tendência para mudanças como a redução das restrições sobre a influência dos acionistas, aumento das relações de longo prazo e reconhecimento dos demais *stakeholders*.

- A governança corporativa em países como Japão e Alemanha é baseada nas relações entre proprietários e administradores, de forma a obter benefícios a longo prazo para ambos. Essa característica reduz os problemas de agência.

- No Japão, a rede de negócios em ações assume uma importância maior. Entre 50% e 70% das ações de empresas listadas em bolsas são detidas por outras empresas. Os bancos em geral e outros investidores institucionais pouco atuam na governança corporativa, agindo apenas como monitores, sendo mais efetivos apenas em casos de baixo desempenho.

- Na Alemanha, os bancos desempenham papel de destaque (e utilizam participações acionárias para fortalecer relações comerciais com clientes) e existe a particularidade da participação dos funcionários no Conselho de Administração.

Outrossim, com a finalidade de publicar e demonstrar com satisfação que a governança da empresa é positiva ou tem alta pontuação, acabaram por surgir os serviços de classificação da governança, o que gerou grandes discussões, pois empresas especializadas, como a ISS – *Institutional Shareholders Services*, a *Governance Metrics International*, *Standart & Poor's*, entre outras, tem serviços que classificam um universo enorme de empresas com base em atividades de Governança através de pagamentos de altas taxas, o que para muitos possibilitaria a “compra” destas análises. No entanto, para os prestadores destes serviços, a análise da avaliação ajuda as empresas a construírem estruturas e práticas melhores e, lhes ajudam a fazer isso, sendo bastante conceituadas e aceitas e seguidas pelo Mercado.

## **1.2 A Governança Corporativa no Brasil**

As práticas de Governança Corporativa vêm sofrendo várias alterações desde o início de sua implantação nas empresas. Nos anos 50 e 60 predominavam as empresas familiares, cujo proprietário iniciava o negócio e em família era comandado por vários anos. Após, iniciou-se a formação dos Conselhos de Administração que detinham alguma autonomia das decisões, mas que muitas vezes eram presididos pelos familiares proprietários, ainda sem uma profissionalização.

Em 1976, surge a Lei das Sociedades Anônimas vindo alterar um pouco esta estrutura, prevendo a prática de divisão de poderes entre o conselho de administração e a diretoria, bem como oferecer linhas básicas de orientação: proteção do acionista minoritário; responsabilidades do acionista controlador; ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização; diferenciação entre companhia aberta e fechada; e definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa.

Os anos 80 trouxeram como modificações os fundos de pensão, fundos de investimento, o fortalecimento da Bovespa e da Bolsa do Rio, da CVM e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), instrumentos e órgãos cada vez mais necessários a fiscalização, controle e apoio a empresas e seus acionistas, mediante a globalização que estava ocorrendo.

As transformações estruturais ocorridas nos anos 90, a abertura comercial, a estabilidade da moeda brasileira e as privatizações de grandes empresas, ocasionaram

importantes reflexos entre as principais empresas do mercado. Com isso, puderam-se perceber a ampliação do poder dos conselhos; a presença de um forte mercado de investidores institucionais; o importante papel das auditorias externas e de seus pareceres - nesta época houve fatos marcantes como dos Bancos sob intervenção (Banco Nacional e o Banco Econômico).

O processo de privatizações foi um dos maiores responsáveis por essa transformação e, as questões de governança corporativa ganharam maior relevância, uma vez que dada a inevitável separação entre o controle e a gestão, novas idéias e formas de delegação, incentivos e controle sobre o desempenho dos administradores passaram a ser implantados pelos acionistas controladores.

Apesar das várias transformações, segundo pesquisas realizadas por órgãos especializados (IBGC, 2011), o Brasil ainda possui um mercado muito concentrado, no qual o maior acionista possui grande parte do capital social.

Essa concentração ocorre por meio de ações com direito a voto, e cerca de 60% das empresas apresentam um único acionista que possui mais de 50% das ações ordinárias, para empresas com capital aberto, visto que, e não se pode esquecer, que o Brasil possui o maior número de empresas na forma societária LTDA, onde também já estamos visualizando práticas de transparência e responsabilidade, com a reforma do Código Civil Brasileiro. (Leal e Valadares, 2002).

Como já mencionado anteriormente, há alguns anos a maioria das empresas era de propriedade de grupos familiares, com pouca ou limitada capacidade de investimento e a emissão de ações poderia implicar o risco da perda de controle das empresas se a maioria das ações votantes fosse posta em negociação. Para aliviar tal impasse, foi introduzida, na legislação, uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais, isso propiciaria a manutenção do controle da empresa mesmo com percentuais baixos.

Posteriormente, com a mudança introduzida pela Lei 9.457/97, procurou-se compensar o direito de voto suprimido das preferenciais, com o pagamento de dividendos 10% acima daqueles pagos às ações ordinárias. O uso destas ações sem direito a voto, por permitir o controle de uma empresa com uma pequena porcentagem do seu capital, constituiu um dos maiores incentivos à expropriação dos minoritários. Com isso, as ações preferenciais compradas ao longo das décadas de 1970 e 1980 foram perdendo sua atratividade, e, no Brasil, não havia força regulamentadora suficiente para qualquer alteração.

A partir dos anos 90, com a falência de algumas companhias abertas fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa. A liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, revelando esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trouxe dúvidas sobre a eficácia das auditorias independentes. Similarmente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias empresas evidenciaram a necessidade de melhoria na gestão e o claro abuso dos controladores.

No mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) intensificaram sua participação nos conselhos de administração adquirindo participação significativa em empresas nacionais de expressão, como a Usiminas e Vale do Rio Doce. O próprio modelo de privatização influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado e, essa maior participação destes investidores institucionais deixou de ser passiva para ser mais atuante e passou a exigir padrões de governança corporativa.

Em 2001, com alterações legislativas substanciais em seu poder regulatório e de fiscalização, a CVM passou a estender-se a todas as sociedades emitentes de títulos de captação de massa de forma mais ativa e focada. Passando a ter status de agência reguladora com autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária, além de dirigentes com mandato fixo de cinco anos.

Nos últimos anos, a governança corporativa tornou-se uma das preocupações de grandes empresas, investidores, órgãos reguladores e Governo, e isso pôde ser sentido em várias iniciativas, como o Novo Código Civil, a Lei de Recuperação de Empresas, a criação do Novo Mercado, os poderes atribuídos à CVM, a Lei de Parceria Público-Privada e a adesão voluntária de algumas empresas aos segmentos diferenciados da Bovespa.

Algumas alterações na Lei das Sociedades Anônimas (2001) trouxeram algumas inovações importantes, tais como:

1. Proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social.

2. Redução da proporção no capital social entre ações preferenciais e ordinárias, para 50%, exigindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto, visando aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle.

3. Eleição de um membro do Conselho de Administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social. No caso de acionistas titulares de ações com direito a voto é assegurada a eleição de um membro a titulares de 15% do total das ações com direito a voto.

4. Direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser realizada quando da alienação do controle da companhia (tag-along).

5. Vantagens mais efetivas às ações preferenciais negociados no mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Uma das recentes inovações é a imposição de que as ações preferenciais com direito de voto restrito ou vetado somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários se tiverem: I- direito ao dividendo de, no mínimo 25% do lucro (artigo 202 da Lei das S.A.), com prioridade a 3% do PL da ação, e igualdade de condições com as ordinárias; ou II- dividendos pelo menos 10% maior que as ordinárias; III- serem incluídas em oferta pública de alienação de controle (tag-along), assegurado dividendo pelo menos igual aos das ordinárias.

6. O fortalecimento do direito de recesso, pois, além de se acrescentar cisão, em determinadas hipóteses, no rol das deliberações possíveis de recesso alterou-se o critério

legal de dispersão, que passa a ser relacionado à espécie ou classe de ação do acionista dissidente.

7. Previsão da possibilidade de se instituir estatutariamente a arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (art. 109, § 3º).

Todo esse processo foi reforçado pelas privatizações e pela globalização, estimulando fusões e aquisições de empresas em âmbito mundial na busca da competitividade.

As práticas de Governança nas empresas brasileiras têm sido fomentadas por diversos grupos, organizações e pessoas diferentes – associações de classe, acadêmicos, investidores, ativistas e as próprias empresas. Para os órgãos de regulação, essas práticas podem estimular o afluxo de recursos, inclusive internacionais, ao mercado de capitais brasileiro. Para os investidores, a adoção de práticas de governança corporativa tais como independência dos conselheiros, transparência e processos de avaliação, é fundamental para a realização do investimento em uma empresa. (IBGC/ Korn/Ferry e McKinsey, 2001).

## **2 A BOVESPA E OS SEGMENTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Com a finalidade de comprometer cada vez mais as empresas a aderirem a estas práticas, a Bovespa segregou empresas conforme o seu nível de adesão às práticas de Governança corporativa.

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

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

Para a BM&F Bovespa,

“a premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e,

como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação". (fonte: [www.bovespa.com.br/governançacorporativa.htm](http://www.bovespa.com.br/governançacorporativa.htm))

Elas estão divididas em:

Nível 1 - As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária.

Nível 2 - As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários.

Novo Mercado - O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Para os incentivadores das práticas de Governança, como IBCG e Bovespa, a qualidade das informações prestadas e a proteção aos direitos dos acionistas, principalmente os minoritários, influenciarão, positivamente, o valor das ações e a liquidez destas no Mercado.

Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis

Diferenciados - Nível 1 e Nível 2 - são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA. Outra inovação do Novo Mercado é a exigência de que o capital social da empresa deve ser composto somente por ações Ordinárias; empresas que já possuem capital aberto podem migrar para o novo mercado, mas terão de transformar todas as ações em circulação em Ordinárias.

A criação do Novo Mercado foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. É importante notar que essa iniciativa marcou também uma mudança de postura da Bovespa. Como o contrato de adesão é administrado pela Bovespa, essa instituição passa a ser uma das controladoras das práticas de governança corporativa. Isso sugere a adoção da prática da auto-regulação e que a promoção do mercado de capitais pode ser feita sem as amarras do Estado.

Tabela com algumas diferenciações nos Segmentos Diferenciados:

SEGMENTO BOVESPA	NOVO MERCADO	NIVEL 1	NIVEL 2
TAG ALONG	100%		70% min.
CONSELHO ADMINISTRAÇÃO	X	X	X
ITRS	X	X	X
DFP AUDITADAS	X	X	X
IFRS / US GAAP	X		X
IANS	X		
CAMARA ARBITRAGEM	X		X
REUNIÕES PÚBLICAS	X	X	x
25% AÇÕES CIRCULAÇÃO	X	X	x
100% AÇÕES ORDINARIAS	X		
TERMO ANUENCIA CONTROLADORES	X	X	

A Bovespa conta ainda com o Segmento BOVESPA MAIS - que é a porta de entrada para as empresas que buscam visibilidade e parceria no mercado, com vistas a concretizar

seus projetos de crescimento. As empresas precisam ter uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição e evolução em termos de transparência e de ampliação da base de acionistas (BM&FBOVESPA, 2011).

A BRF Brasil Foods foi uma das primeiras empresas a aderir ao Nível 1 de governança corporativa, em 2001, tendo migrado para o Novo Mercado em 2006. Juntamente, o Banco Itaú Holding Financeira S.A., em um compromisso para aperfeiçoar suas práticas em relação ao mercado.

Também em 2001, a Bovespa criou o índice IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), um segmento composto por ações de empresas que aplicam em suas gestões princípios de governança corporativa.

Estudos e pesquisas anteriores (SANTANA, 2002), publicados pelos órgãos de governança corporativa, informam que o Índice de Governança Corporativa (IGC), quando de sua criação, obteve um resultado melhor que o Ibovespa. Esta pesquisa foi realizada no segundo semestre de 2001, quando as empresas estavam apenas iniciando sua entrada nos segmentos diferenciados de Governança.

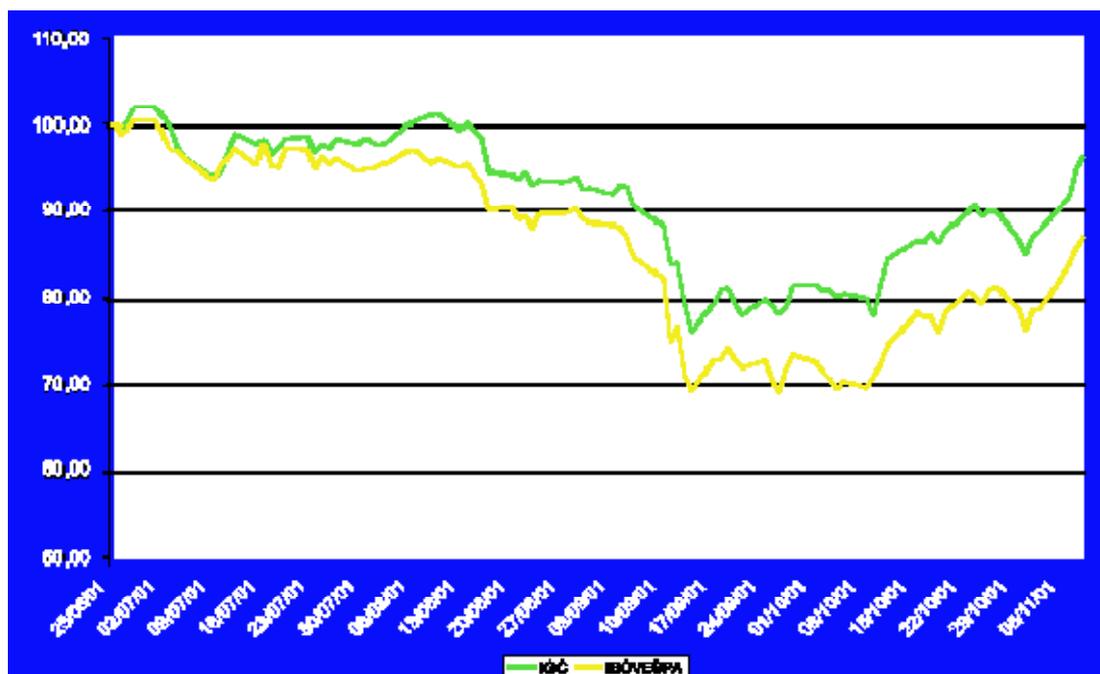


Gráfico 1 – IGC x Ibovespa – 26/06/2001 a 07/11/2001 (Fonte: Santana, 2002).

Tendo em vista facilitar o lançamento de produtos referenciados em índices, a BM&F BOVESPA, a exemplo de experiências internacionais, decidiu criar novos indicadores com base em índices já existentes e que desempenham importante papel institucional.

Dessa forma, com base no IGC, consagrado indicador do desempenho das ações emitidas por empresas que voluntariamente adotam padrões de governança corporativa diferenciados, foi criado o IGC Trade (IGCT), que mede o retorno de uma carteira teórica composta pelos papéis que atenderem a todos os critérios discriminados anteriormente, ponderados pelo seu respectivo valor de mercado no tipo pertencente à carteira (BOVESPA, 2011).

Abaixo, o acompanhamento dos dois índices – IGCT e IBOVESPA, no dia 21 de junho de 2011, durante o pregão do dia.

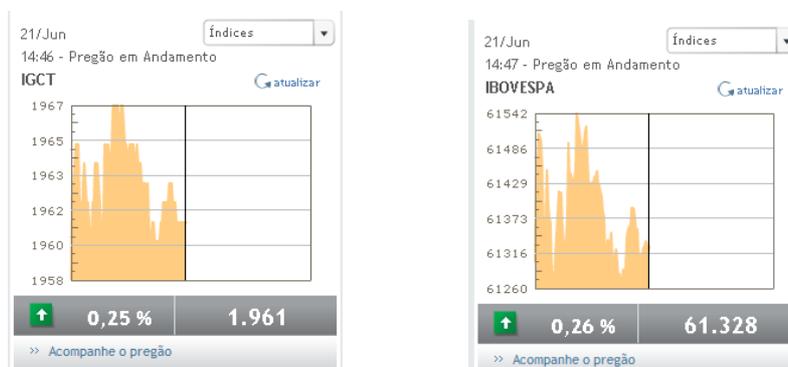


Figura: IGC X Ibovespa (fonte: BM&FBovespa, 2011)

## 2.1 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, criado em 1995, com a finalidade de aprimorar as práticas de Governança Corporativa no Brasil, colocando a disposição de todos, o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, trazendo o melhor em informação para as empresas no que concerne Conselho de Administração, Presidência, Auditoria, Tag Along, ética, conflito de interesses entre outros.

### **3 PRÁTICAS ADICIONAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

#### **3.1 Tag along**

*Tag Along*, conforme mencionado por TREVISAN (2007), é um mecanismo que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, aos demais acionistas, no caso de alienação do controle da companhia.

Algumas iniciativas de empresas têm mostrado uma crescente preocupação com o maior alcance possível no alinhamento de interesses. Entre essas iniciativas podemos destacar algumas que têm em seus Estatutos, cláusulas que asseguram um tag along de percentual sobre o preço obtido pelos controladores expressivos, de 90 ou 95%; ou ainda, 100%; e, há algumas empresas onde todas as ações são ordinárias e existe um tag along diferenciado (se o preço for superior a 40%, a oferta deverá abranger todas as ações).

#### **3.2 Sarbanes Oxley**

Após vários escândalos contábeis internacionais que abalaram completamente o mercado de investimentos e, percebendo a necessidade de contornar tal situação, o Governo Americano assinou uma lei que buscasse prevenir possíveis fraudes nas

demonstrações financeiras e garantir credibilidade nas informações divulgadas, na tentativa de reconquistar a confiança dos investidores (DELLOITE, 2009).

Esta Lei, que foi chamada de Sarbanes Oxley ou somente SOX e, considerada a lei norte-americana mais importante para questões corporativas elaborada nos últimos 75 anos, colocou em destaque o papel dos controles internos, responsáveis em controlar o cumprimento dos procedimentos, prevendo regras e punições severas quando descoberto algum tipo de fraude ou omissão de informações importantes.

A Lei Sarbanes Oxley foi criada para desencorajar essas alegações através de várias medidas que intensificam as conferências internas e aumentam a responsabilidade dos executivos, sendo uma grande aliada para a Governança corporativa, baseada em três pilares de controles internos (DELLOITE, 2009):

- Eficácia e eficiência das operações.
- Confiabilidade dos relatórios financeiros.
- Cumprimento de leis e regulamentos aplicáveis.

A Lei Sarbanes Oxley torna Diretores Executivos e Diretores Financeiros explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos controles internos sobre relatórios financeiros e divulgações.

### 3.3 O Conselho de Administração e Conselho Fiscal

Para TREVISAN (2007), o Conselho de Administração deve exercer seu papel, estabelecendo estratégias para a empresa, elegendo e destituindo o principal executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a auditoria independente.

A ausência de conselheiros qualificados e de bons sistemas de Governança Corporativa tem levado empresas a fracassos decorrentes de abusos de poder, erros estratégicos, fraudes e uso de informações privilegiadas, entre outros problemas.

Muitas das regras da boa prática de Governança estabelecidas, dizem respeito ao conselho de administração das empresas, tais como: um conselho de administração independente, eleições anuais, responsabilidades diferenciadas para o CEO e do Presidente do Conselho, código de ética e de conduta para toda a administração, entre outras.

Outras ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão, além do conselho de administração, são a auditoria independente e o conselho fiscal.

Conforme TREVISAN (2007), o Conselho Fiscal é parte integrante das organizações brasileiras, é um órgão não obrigatório que fiscaliza os atos da administração, opinando sobre assuntos da empresa e dando informações aos acionistas, tendo como principais

atribuições agregar valor a sociedade e inserir um regimento interno sem inibir a liberdade de ação individual dos conselheiros.

## 4 ESTUDO DE CASOS

Por ser a migração voluntária das empresas para estes níveis de Governança, espera-se que uma maior exposição das ações nesses segmentos reflita em um maior retorno aos acionistas.

A finalidade deste estudo é verificar se a adoção de práticas de governança corporativa traz realmente valor e retorno para a empresa que faz esta opção.

Assim, a questão a ser analisada neste trabalho é a seguinte: uma empresa brasileira que opta por ter práticas de Governança Corporativa em sua gestão consegue maior valorização em suas ações negociadas na bolsa de valores? Houve uma variação positiva na rentabilidade da empresa e no valor de suas ações cotadas na Bovespa, em um determinado período de tempo.

Foram escolhidas cinco das maiores empresas siderúrgicas e de mineração do País, listadas nos segmentos da Bovespa de governança corporativa, onde faremos um breve estudo da evolução destas empresas após a opção pela Governança Corporativa.

As empresas escolhidas são: Vale S/A, Usiminas, Gerdau, MMX e Mangels. Empresas selecionadas no Novo Mercado e, Níveis 1 e 2 da Bovespa, com grandes nomes no mercado brasileiro e internacional.

Serão considerados para a análise do desempenho da empresa os índices de Liquidez, Rentabilidade e Valor das Ações.

Não foram considerados para este estudo os problemas de mercado ocorridos no decorrer do período, como a crise de 2008.

#### 4.1 MANGELS S/A

“Diante de um mercado competitivo e globalizado, decisões baseadas em riscos controlados agregam a virtude de otimizar a alocação de capital que beneficia diretamente acionista e investidores.” (Relatório Anual 2005, [www.mangels.com.br](http://www.mangels.com.br))

Empresa Paulista com unidades em São Paulo, Minas Gerais e Amazonas, com 80 anos de existência, originalmente e ainda com uma estrutura familiar, surgiu em 1928 com a produção de baldes galvanizados.

Hoje, a Empresa conta com mais de 3.000 clientes no Brasil e no exterior, e fornece para dez montadoras de veículos instaladas na América Latina e possui uma equipe de mais de 2.800 profissionais.

Desde o ano de 2006, mantém focada sua estratégia de negócios nas Divisões de aço e Rodas de alumínio.

Está estruturada em quatro unidades operacionais:

- Aços: voltada para a produção de tiras de aço relaminados e peças destinadas aos setores de autopeças, motocicletas, ferramentas, cutelaria, construção civil, produtos eletrônicos e eletrodomésticos, máquinas agrícolas, ferramentas, etc.

- Rodas: responsável pela fabricação de rodas de alumínio para automóveis e pick-ups, destinadas a indústria automobilística e ao mercado de reposição.

- Cilindros: produz cilindros para gás liquefeito de petróleo (GLP), tanques para ar comprimido e combustível para caminhões e ônibus e presta serviços de requalificação em cilindros para GLP.

- Galvanização: produz defensas para rodovias e presta serviços de galvanização a fogo em peças de aço.

O comprometimento da Mangels com a qualidade e a gestão se reflete nas inúmeras certificações recebidas nos últimos anos por suas divisões. Tal performance a coloca em posição de destaque em seu setor, bem como no cenário internacional, possuindo ISO TS 16949, ISO 14001, ISO 9000, SA 8000 e, OHSAS 18001.

A empresa abriu seu capital na Bovespa no ano de 1971, aderindo ao Nível 1 de Governança Corporativa no ano de 2003.

Sua estrutura acionária, com ações ordinárias e preferências, está dividida da seguinte forma:

Acionistas	Ações	
	Total	
	Quant.	%
Controladores	6.197.185	35,719
Conselho de administração	53.570	0,309
Diretores	-	-
BNDES PART S.A BNDESPAR	2.721.666	15,687
Ações em Tesouraria	-	-
Outros	8.377.217	48,285
<b>Total</b>	<b>17.349.638</b>	<b>100</b>
Ações em Circulação	8.377.217	48,285

Figura Estrutura Acionaria Mangels S/A – [www.mangels.com.br](http://www.mangels.com.br)

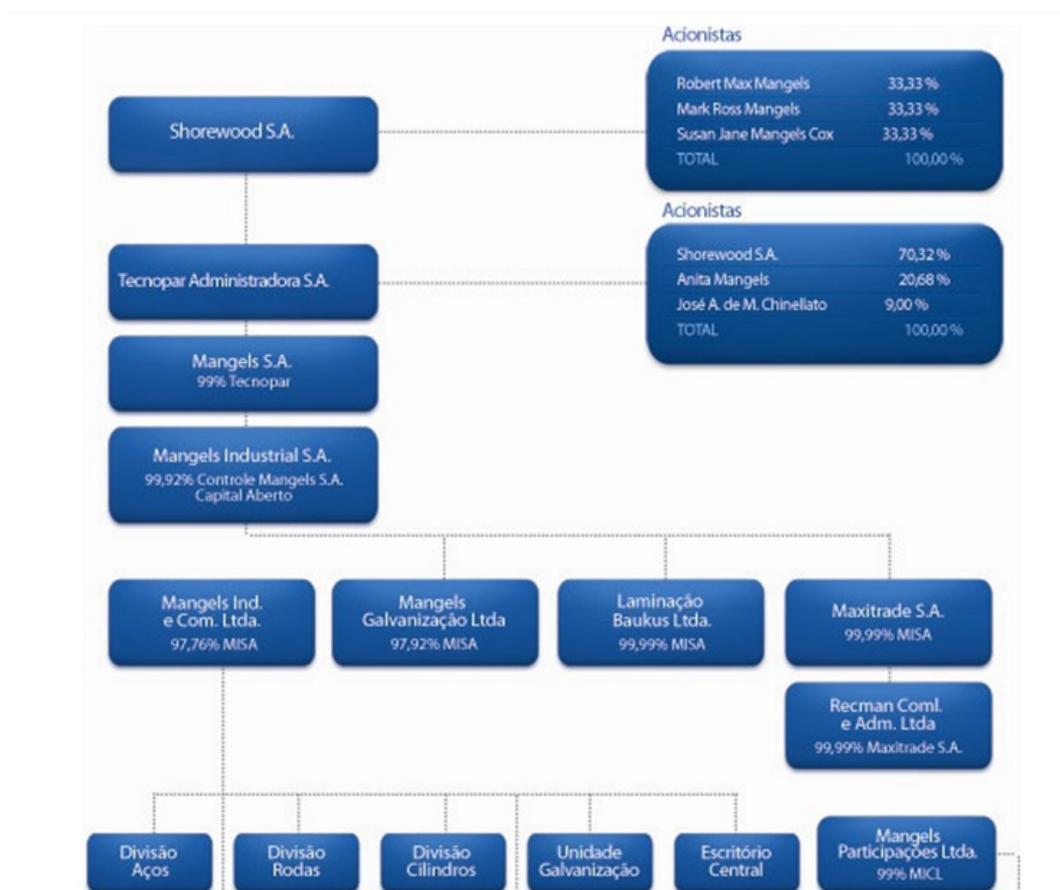


Figura Composição Acionaria Mangels S/A – [www.mangels.com.br](http://www.mangels.com.br)

Suas principais práticas de Governança Corporativa são:



Figura Estrutura Governança Mangels S/A (Fonte: [www.mangels.com.br](http://www.mangels.com.br))

- Listada desde 2003 no Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa;
- Conselho de Administração com 8 membros, sendo 5 independentes;
- Conselho Fiscal independente desde 2005;
- Newsletter trimestral “Mangels News”;
- Política de Gestão de Riscos Financeiros;
- Política de Gestão de Caixa;
- Código de ética e conduta;
- Canal de comunicação colaboradores/alta direção;
- Eventos de relacionamento com *stakeholders*;
- Estrutura de Cargos e Salários baseada no mercado

Em 31 de dezembro de 2009, encontravam-se em circulação no mercado 4.704 ações ordinárias e 8.372.513 preferenciais, representando 48,28% do total de ações de emissão da Empresa, correspondendo, respectivamente a 0,08% de ordinárias e 75,10% de preferenciais.

As ações preferenciais da Mangels não gozam de direito a voto e não são conversíveis em ações ordinárias, no entanto tem prioridade no reembolso do capital no caso de liquidação da Companhia; direito ao recebimento de dividendo 10% maior que o atribuído a cada ação ordinária e participação de igualdade de condições com as ações ordinárias na distribuição bonificadas resultantes da capitalização de reservas, lucros, fundos ou correção monetária de qualquer natureza. (Mangels, 2010)



Fonte: [www.mangels.com.br/resultados2010](http://www.mangels.com.br/resultados2010)

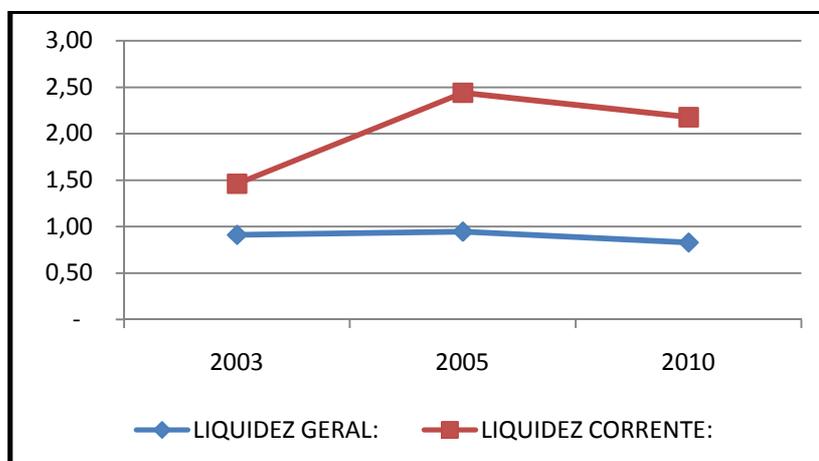
### Análise de Desempenho da Empresa Mangels

Foram coletados dados da empresa nos anos de 2003, ano de sua entrada no segmento diferenciado de Governança e, nos anos de 2005 e 2010, para que seja possível verificar uma evolução nos indicadores.

Empresa: Mangels				
(milhares R\$)	2003	2005	2010	
Ativo Circulante	174.010	242.646	490.460	
Real. Longo Prazo	30.848	29.032	31.020	
Passivo Circulante	119.209	99.547	225.469	
Exig. Longo Prazo	106.039	187.781	404.479	
Patrimônio Líquido	156.604	180.017	226.863	
Rec. Oper. Líquida	10.275	33.530	51.681	
Lucro Bruto	101.101	110.452	127.703	
Lucro Operacional	11.313	14.736	33.519	
Lucro Líquido	7.911	12.066	21.510	
Nº Ações	9.239.020	9.239.020	17.349.638	

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=17914&idioma>

Liquidez: Indica a situação financeira da empresa, procurando medir o quão sólida é a base financeira desta.

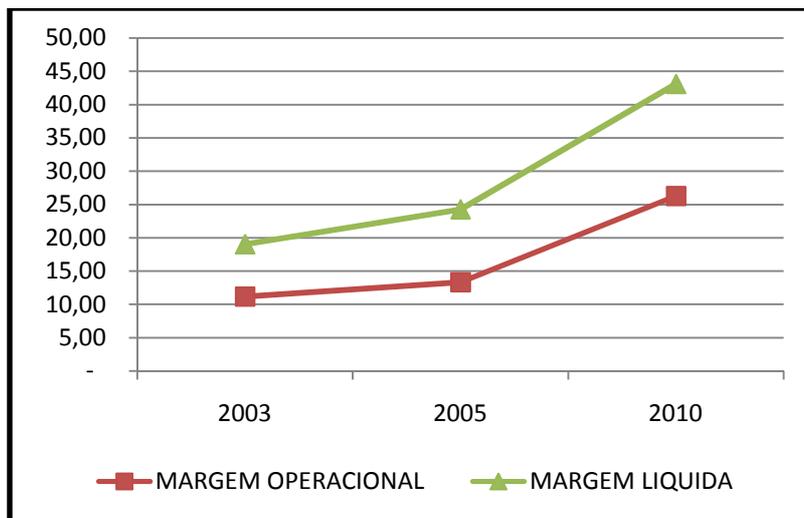


No caso da Mangels, houve uma grande melhora após 2003, na liquidez corrente da empresa, ou seja, a empresa conseguiria pagar suas dívidas no curto prazo, apresentando um índice de 2,44 no ano de 2005, frente a 1,46 de liquidez em 2003. Em 2009, apesar de uma pequena baixa (2,18) ainda está consideravelmente dentro de uma faixa otimista, pois

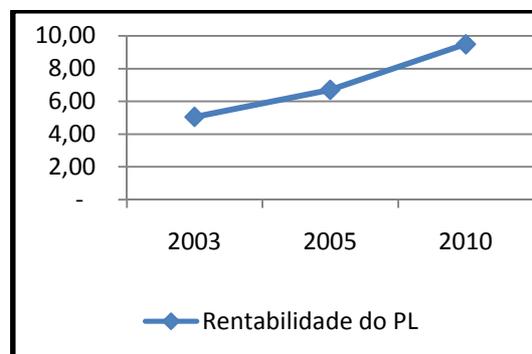
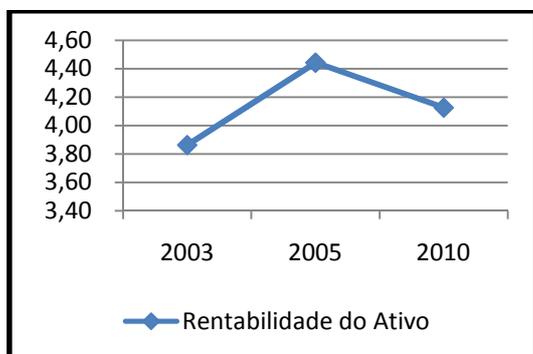
permite a liquidação de seus débitos em dia, significando que a gestão da empresa está trabalhando para manter esta estabilidade no caixa da empresa.

A Liquidez geral da empresa permanece estável, com uma pequena baixa em 2010 (R\$ 0,83), que deve melhorar, uma vez que não atinge 100% das dividas de longo prazo, considerando uma média dos três anos analisados de R\$ 0,89.

Rentabilidade: Este índice vem com a finalidade de medir qual o grau de sucesso econômico da empresa. Mostrando o quanto a empresa obtém de lucro em relação ao valor de suas vendas.



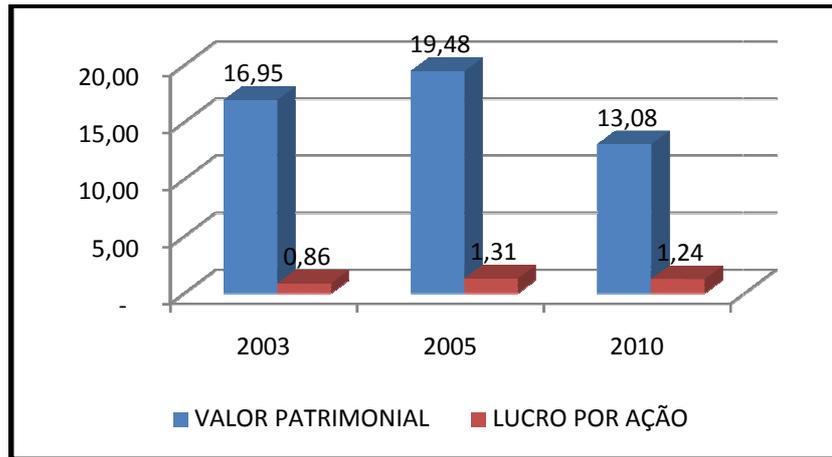
A rentabilidade da empresa, através da margem líquida, está forte e consolidando seu crescimento, atingindo uma margem de 16,84%, frente aos 7,82% do início do período.



Analisando os gráficos de rentabilidade, podemos constatar que a empresa está no caminho do retorno. A rentabilidade do Ativo teve elevada alta após 2003. No entanto, houve queda após 2005, o que pode ter sido gerado por altas de preço e a crise de 2008.

Quanto à rentabilidade do Patrimônio Líquido, a empresa vem em crescimento, chegando a 9,48% em 2010, frente aos 5,05% de 2003.

Para o acionista/investidor, analisando os períodos utilizados, o valor patrimonial das ações teve momentos de alta e de baixa. No entanto, analisando o valor final, este está abaixo do valor inicial, quando da entrada da empresa no segmento diferenciado. Entretanto, o lucro por ação está maior, considerando o início da análise.



#### 4.2. VALE S/A

“Ética, transparência e respeito são a base de nosso relacionamento com os investidores.” ([www.vale.com.br](http://www.vale.com.br) – Demonstrações financeiras, 2010)

A Vale foi criada pelo governo brasileiro em 1942, tornando-se, em Maio de 1997, uma companhia privada apostando na diversificação de seu portfólio de produtos. Hoje, é uma empresa global, com sede no Brasil e mais de 119 mil pessoas, entre empregados próprios e terceiros, trabalhando nos cinco continentes.

A empresa é responsável pela pesquisa, produção e comercialização de minério de ferro e pelotas, níquel, cobre, carvão, bauxita, alumina, alumínio, potássio, caulim, manganês, ferro-ligas, cobalto, metais do grupo de platina e metais preciosos. Além disso, atua nos segmentos de logística, energia e siderurgia.

A mineração é uma das principais linhas de negócio da Vale. Para sustentar esta estratégia de crescimento, participa ativamente da exploração mineral em 21 países. A receita operacional da Vale, por produto, está distribuída da seguinte forma:

- Minério de ferro: 53,79%
- Pelotas: 13,80%
- Níquel: 11,49%
- Fertilizantes: 5,81%
- Cobre: 4,15%
- Carvão: 1,14%
- Produtos de Alumínio: 2,82%
- Logística: 2,42%
- Manganês e ferro-ligas: 1,45%
- Outros: 1,25%

A empresa, que aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa em Dezembro de 2003, hoje conta com uma composição acionária dividida em ações Ordinárias e Preferenciais, distribuídas em bolsas do mercado mundial – Bovespa, NYSE e Latibex.

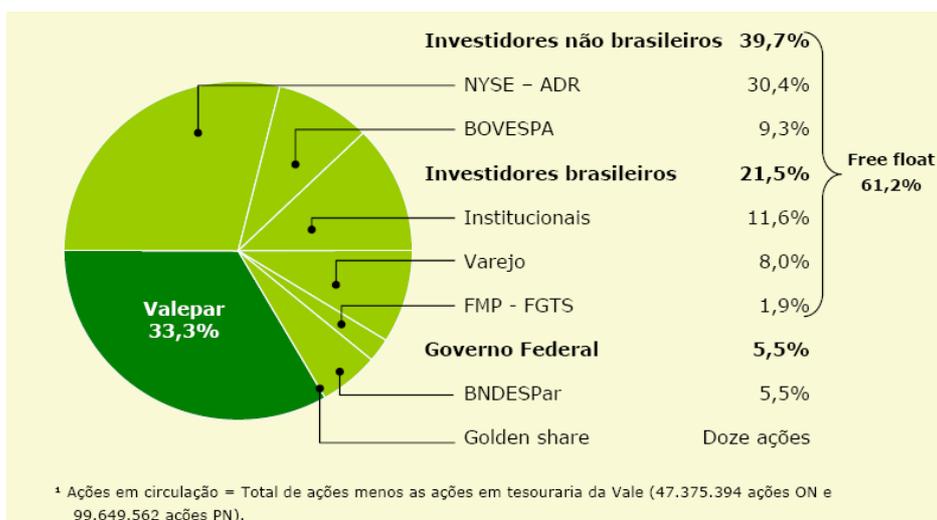


Figura Composição Acionária Vale/ 2011 – Fonte: [www.vale.com.br](http://www.vale.com.br)

Suas práticas de Governança Corporativa estão focadas nos princípios da transparência, clareza e estabilidade para que a empresa siga em crescimento estratégico e de valor.

Podemos citar algumas das práticas da Companhia:

- Conselho de Administração
- Conselho Fiscal Permanente
- Comitês de Assessoramento
- Código de Ética
- Política de Divulgação

O Conselho de Administração da empresa estabelece as políticas e diretrizes gerais das empresas do grupo e controla a implementação delas pelos executivos da empresa. O Conselho reúne-se ordinariamente uma vez ao mês e, extraordinariamente, sempre que convocado por seus membros. A composição do Conselho é de 11 titulares e 11 suplentes, sendo dois destes, eleitos pelos funcionários (um titular e um suplente).

O Estatuto Social da empresa prevê ainda cinco comitês técnicos e de assessoramento ao Conselho de Administração, que são: Desenvolvimento Executivo, Estratégico, Financeiro, Controladoria e Governança e Sustentabilidade. Este último, responsável por avaliar a eficácia das práticas de governança da companhia e de funcionamento do Conselho de Administração, tem por finalidade propor melhorias no código de ética e no sistema de gestão evitando conflitos; emitir parecer sobre potenciais conflitos de interesse entre a sociedade e seus acionistas ou

administradores e sobre as políticas de responsabilidade institucional da sociedade, tais como meio-ambiente e responsabilidade social da sociedade, apresentadas pela Diretoria Executiva.

O Conselho Fiscal desempenha também as funções de *Audit Committee* conforme disposto pela Lei Sarbanes Oxley, estabelecida pela *Securities Exchange Commission* (SEC), dos Estados Unidos.

Ao aderir ao Nível 1 da Bovespa, a Vale (na época Companhia Vale do Rio Doce – CVRD) estava em excelente performance, conforme noticiava na ocasião:

A Companhia Vale do Rio Doce obteve lucro de R\$ 4,509 bilhões em 2003, correspondente a R\$ 11,75 por ação, o qual se constituiu no mais elevado de sua história. Esse resultado foi mais que do que o dobro do registrado em 2002 e 47,8% acima da marca recorde anterior de 2001, R\$ 3,051 bilhões.

A geração de caixa consolidada, medida pelo EBITDA (lucro antes de despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização), foi igual a R\$ 7,765 bilhões, configurando outro recorde.

O EBITDA de 2003 cresceu 17,5% relativamente ao de 2002.

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) foi de 30,2% contra 16% em 2002.

(...)

A receita bruta consolidada foi de R\$ 20,219 bilhões, superando em 32,4% a obtida no ano anterior, de R\$ 15,267 bilhões.

Em 2003, primeiro ano em que foi implementada a Política de Remuneração ao Acionista, foram pagos dividendos de R\$ 5,04 por ação, totalizando R\$ 1,930 bilhão contra R\$ 1,807 bilhão, R\$ 4,99 por ação, em 2002.

Os dividendos distribuídos pela CVRD em 2003 resultaram em rendimento médio (*dividend yield*) de 3,4% em dólares norte-americanos (USD). No período 1999 - 2003 o *dividend yield* médio das ações da CVRD foi de 5,6%, o mais elevado dentre as maiores empresas globais de mineração e metais. (CRVD BR GAAP 4T04, Fonte: [www.vale.com.br](http://www.vale.com.br))

Para os acionistas e investidores da Vale, as ações preferenciais possuem os mesmos direitos das ações ordinárias, com exceção do voto para eleição de membros do Conselho de Administração, e tem prioridade no recebimento de um dividendo mínimo anual de 6%, calculado sobre a parcela de capital constituída por esta classe de ações ou de 3% do valor do patrimônio líquido da ação, o que for maior entre eles.

(<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=4170&idioma=pt-br>).

### Análise de Desempenho da Empresa Vale S/A

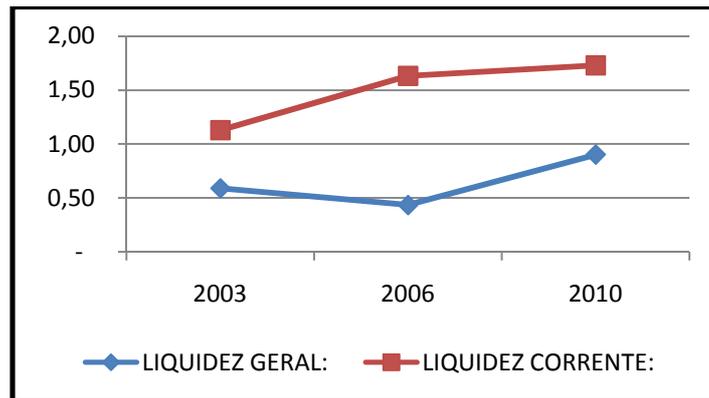
Para análise da empresa, como ponto de partida, foram buscados dados financeiros de 2003 (uma vez que a Vale aderiu ao segmento diferenciado em Dezembro daquele ano) e, de 2006 e 2010 para visualização da sua evolução, conforme dados abaixo.

Empresa: Vale S/A			
(R\$ mil)	<b>2003</b>	<b>2006</b>	<b>2010</b>
Ativo Circulante	8.557.990	27.169.656	54.267.834
Real. Longo Prazo	3.826.855	6.690.103	8.088.196
Ativo Total	37.091.253	123.008.903	214.662.114
Passivo Circulante	7.579.972	16.642.684	31.384.171
Exig. Longo Prazo	13.417.963	61.259.436	37.779.484
Patrimônio Líquido	14.939.574	39.098.760	116.326.864
Rec. Oper. Líquida	19.442.406	45.290.966	40.442.258
Lucro Bruto	8.457.208	24.534.832	49.468.940
Lucro Operacional	5.401.545	18.144.168	37.678.859
Lucro Líquido	4.508.850	13.431.005	30.421.492
Nº Ações	388.559	2.416.194	5.365.305

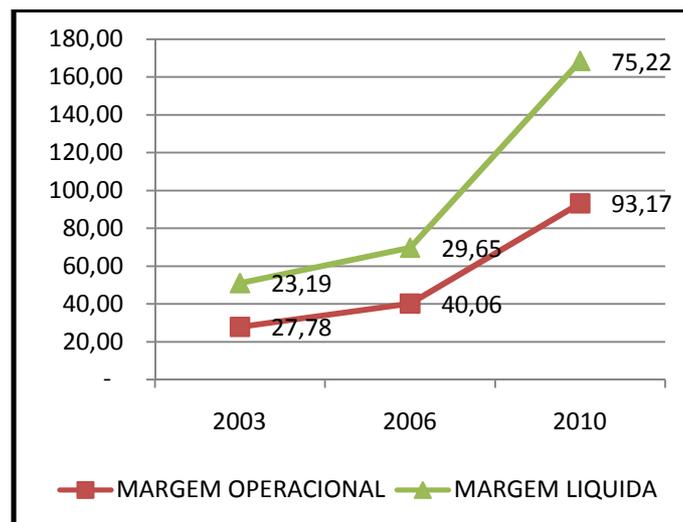
Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigo>

Cvm=17914&idioma

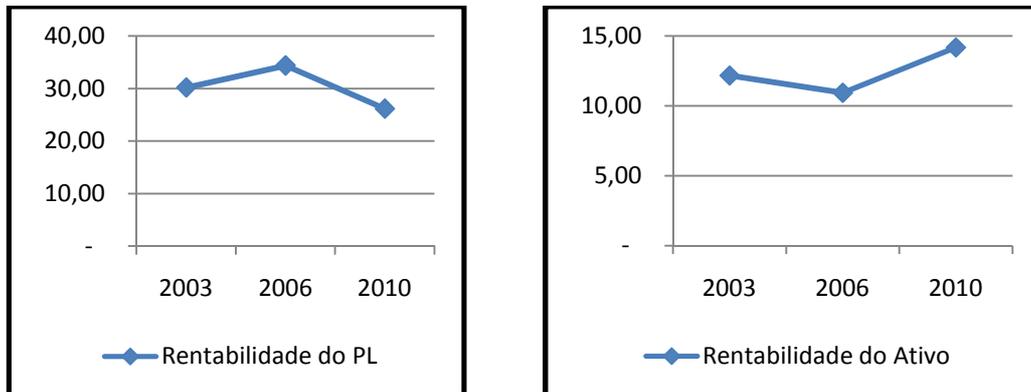
A liquidez corrente da empresa, conforme se pode verificar no gráfico abaixo, está em ascensão e com bons índices de liquidez, iniciando em 1,13, em 2003 e, chegando a 1,73 no ano de 2010. A liquidez geral ainda não alcançou o índice de 1,00, mas está em aclave, o que torna positivo.



Abaixo, segue gráfico referente à rentabilidade da empresa. Utilizamos para análise, margem operacional e a margem líquida.

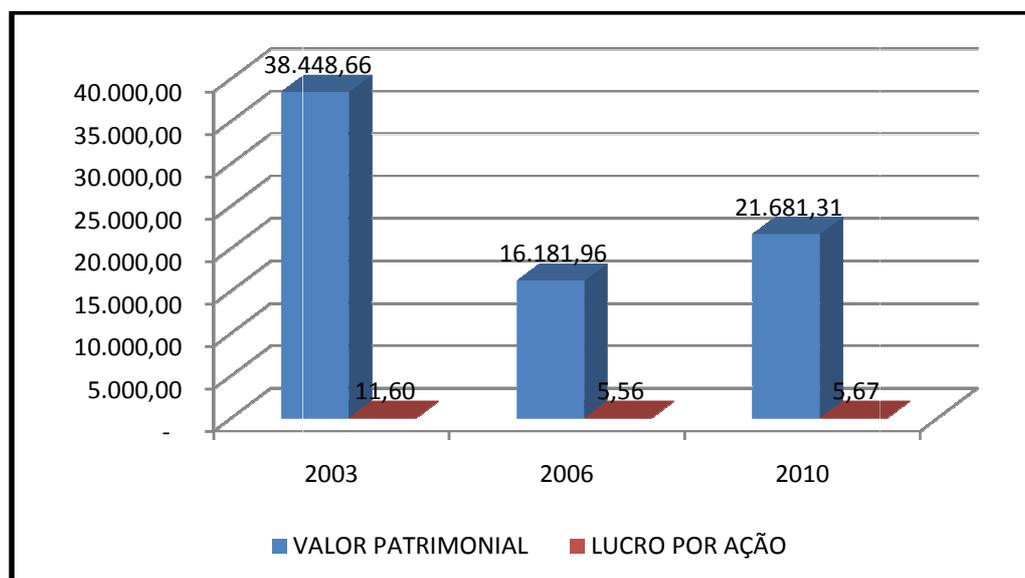


A empresa demonstra claramente margens positivas e em constante elevação. Podemos considerar que a empresa possui uma gestão focalizada em rentabilidade, focando minimização dos custos e, conseqüente, resultado.



A empresa, da mesma forma que demonstram os gráficos anteriores, quando analisada a rentabilidade do ativo, também apresentou uma evolução positiva, com 14,17% em 2010, frente aos 12,16% de 2003.

A rentabilidade do Patrimônio Líquido sofreu uma queda após 2006, com uma rentabilidade de 26,15% em 2010, frente aos 34,35% atingidos em 2006.



A empresa possui um valor patrimonial expressivo, cuja queda de 2003 para 2006, pode se considerar, neste caso, a influência do desdobramento de ações realizado pela empresa em março de 2006. O Lucro por ação da empresa também é considerado satisfatório e em tendência de elevação.

#### 4.3 MMX

A MMX é uma empresa do segmento de mineração do Grupo EBX, do empresário Eike Batista. Criada em 2005, a companhia tem como características custos operacionais competitivos, alta eficiência das operações, qualidade do minério de ferro e alta produtividade das minas, localizadas em Minas Gerais e no Mato Grosso do Sul.

Com uma capacidade instalada para produzir anualmente 10,8 milhões de toneladas de minério de ferro em seus dois sistemas em operação: Sistema Sudeste (MG) e o Sistema Corumbá (MS), a MMX possui ainda sistema de escoamento através da parceria com a empresa ferroviária MRS, interligando os principais estados do País, e com barcaças e sistemas portuários.

Desde 2006, quando realizou a sua abertura de capital, a MMX está listada no Novo Mercado da Bovespa, no segmento mais rigoroso de governança corporativa. A empresa destaca como princípios de gestão a agilidade, eficiência e qualidade, com

vistas ao retorno esperado pelos investidores. A MMX se comprometeu, voluntariamente, com práticas que excedem os princípios fundamentais que permeiam a boa Governança Corporativa - transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade socioambiental e corporativa. ([www.mmx.com.br/governança corporativa](http://www.mmx.com.br/governanca_corporativa), 2011).

A empresa menciona que, além da qualidade dos ativos e projetos, a empresa utiliza ainda a Gestão 360°, em todas as empresas do Grupo EBX, que tem por objetivo o desenvolvimento gerencial e organizacional eficaz, permitindo identificar as várias engenharias que precisam ser executadas em cada negócio.

Sua base de Governança Corporativa tem como finalidade a transparência, equidade e máximo respeito pelos interesses de todos os acionistas e demais públicos que se relacionam com as empresa (*stakeholders*).

A empresa conta com as seguintes práticas: Conselho de Administração, Comitê de Auditoria e Diretorias, Comitê de Gestão e, Política de Divulgação de Informações ao Mercado. Seu Estatuto prevê a instalação do Conselho Fiscal em caráter não permanente. A empresa possui ainda, um Código de Conduta, com o objetivo de apoiar os gestores e funcionários nas posturas de relacionamento com clientes, fornecedores, funcionários e outros interlocutores.

O Conselho de Administração de companhias listadas no Novo Mercado deve ser composto por no mínimo cinco membros, dos quais, pelo menos, 20% deverão ser conselheiros independentes, eleitos pela Assembléia Geral. No caso da MMX, mais de

50% dos membros do Conselho de Administração são independentes e, atualmente, é composto de oito conselheiros (o Estatuto Social da Companhia dispõe que o Conselho de Administração da MMX deve ter, no mínimo, cinco e, no máximo, 11 membros). Estes se reúnem ordinariamente uma vez por mês e, extraordinariamente, quando convocados.

A Composição Acionária da MMX está formatada da seguinte forma:

#### Composição Acionária

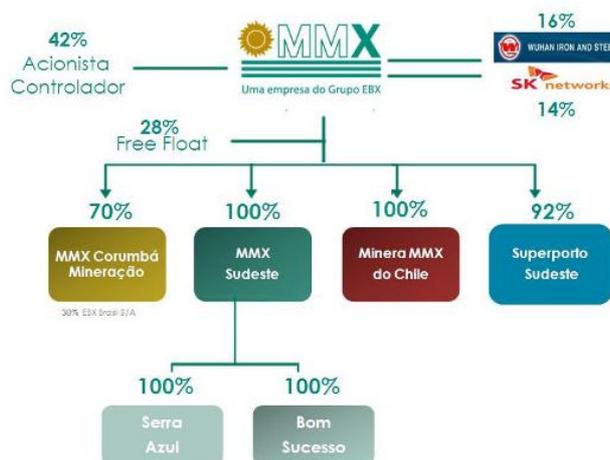


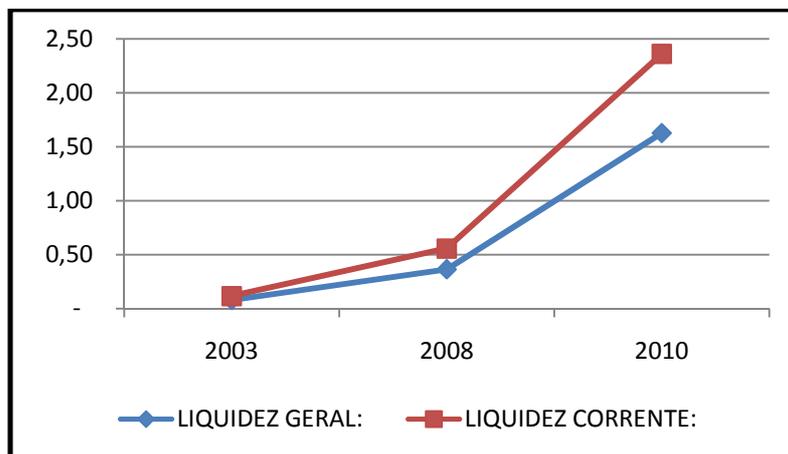
Figura: Composição Acionária MMX (www.mmx.com.br)

## ANALISE DE DESEMPENHO DA MMX

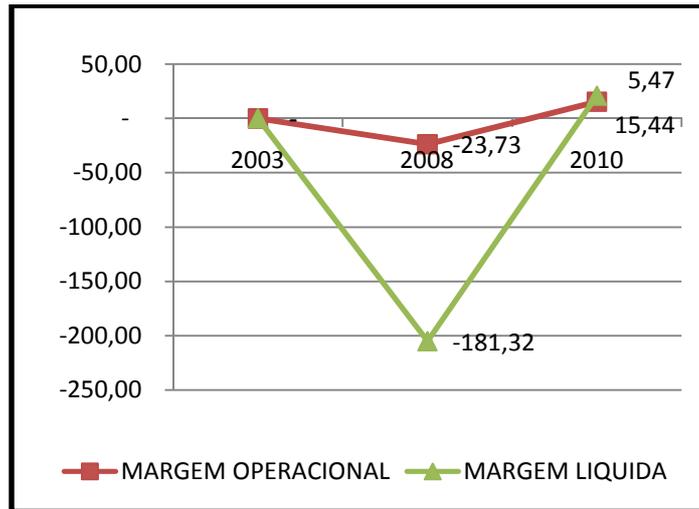
Como a empresa foi criada em 2005, buscamos os dados deste ano como marco inicial. Buscamos como base para evolução os anos de 2008 e 2010.

Empresa: MMX S/A			
R\$	2005	2008	2010
Ativo Total	272.219	2.280.875	4.048.573
Ativo Circulante	20.222	716.696	2.368.065
Real. Longo Prazo	656	169.784	260.886
Passivo Circulante	172.446	1.285.518	1.003.946
Exig. Longo Prazo	85.747	1.144.213	613.478
Patrimônio Líquido	14.024	(148.256)	2.431.149
Rec. Oper. Líquida	-	525.835	724.975
Lucro Bruto	-	235.298	427.194
Lucro Operacional	(186)	(124.797)	111.937
Lucro Líquido	(2.322)	(953.445)	39.684
Nº Ações (mil)	92	304.867	472.973

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx>

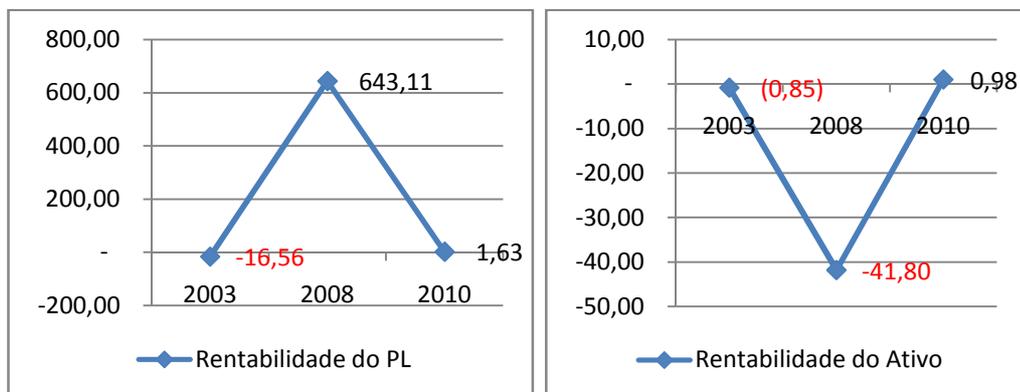


A empresa apresenta uma boa evolução em sua liquidez. Considerando o início das operacionalidades em 2003, sua liquidez obteve nos anos seguintes bons índices tanto na liquidez corrente como na liquidez geral, atingindo nesta última, em 2010, 2,36%.



A margem operacional e líquida da empresa está baixa, principalmente considerando os resultados de 2008, quando estavam negativas. Tal fato pode-se atribuir a crise de 2008 e a empresa ter tido pouco tempo até a crise do mercado para ter um lastro patrimonial que suportasse tais situações.

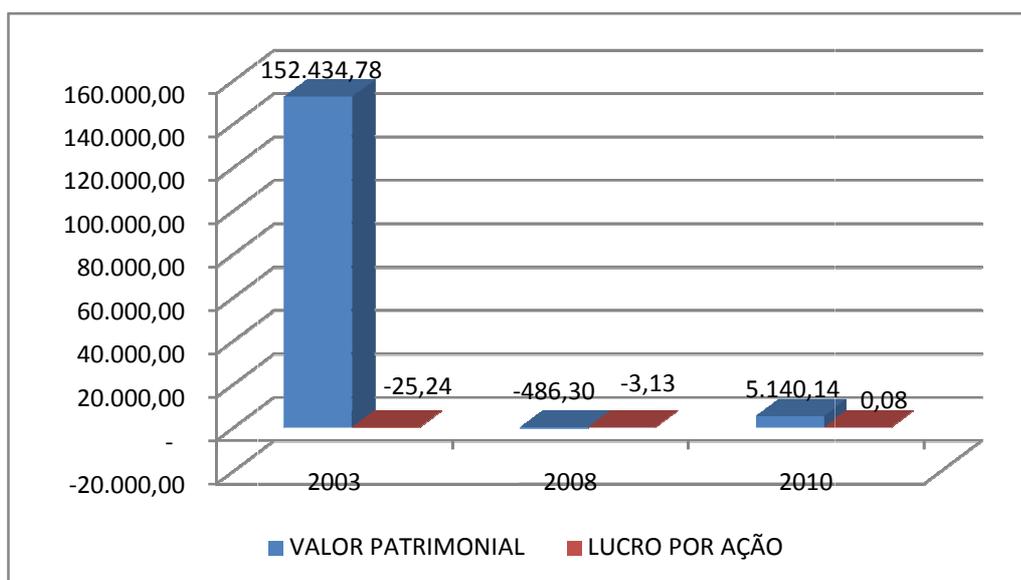
Já em 2010, as margens se elevam e ficam positivas, mas num índice ainda baixo para expectativas – margem líquida de 15,44% e, uma margem operacional de apenas 5,47%.



Analisando o gráfico da Rentabilidade do Patrimônio Líquido, a empresa está com rentabilidade positiva, mas muito baixa, principalmente considerando uma

rentabilidade de 643% em 2008, quando o patrimônio líquido da empresa estava negativo.

Forma contrária ocorre na rentabilidade do ativo, onde em 2010 houve a positivação do índice, mas ainda muito baixo.



A empresa iniciada em 2005, pega por uma crise mundial em 2008, está retomando seu crescimento em 2010, seu valor patrimonial volta a patamares positivos e o mesmo ocorre com lucro por ação, considerando que a empresa teve vários eventos entre 2006 e 2008.

#### > Proventos em Ações

Proventos em Ações	Deliberado em	Negócios com até	% Bon/Desd ou Fator de Grupamento	Crédito das Ações em	Observações
Cisão	19/06/2008	25/07/2008	100		- Em ações ( respeitada a espécie) da IronX Mineração S.A. e LLX Logística S.A.
Desdobramento	07/04/2008	07/04/2008	1900		
Desdobramento	23/07/2007	30/07/2007	100	03/08/2007	
Desdobramento	25/01/2007	26/01/2007	100	01/02/2007	
Grupamento	06/07/2006	07/07/2006	77,1504755/1		- Frações: doação pelo acionista controlador.
Desdobramento	28/04/2006	08/05/2006	2.429/1		

Figura: tabela de Proventos em ações (fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEventosCorporativos.aspx?codigoCvm=17914&tab=3&idioma=pt-br>)

#### 4.4 GERDAU S/A

Crescimento aliado a rentabilidade: esta é a base da Evolução do Grupo Gerdau (Visão Estratégica, Perfil Empresarial Gerdau 2004)

A Gerdau é uma empresa do ramo siderúrgico, hoje internacional, que começou sua trajetória de crescimento há mais de um século. Hoje está presente no Brasil, Uruguai, Canadá, Chile, Argentina e Estados Unidos.

Seus produtos, aços longos, são aplicados nos mais diversos fins, tendo como principal setor aplicativo o da construção civil. Atua com uma rede de usinas, centro de serviços, unidades de transformação e canais de distribuição nos principais pólos de consumo, produzindo aços - carbono, aços especiais, aços planos e peças forjadas e fundidas.

Além de sua trajetória de sucesso em resultados e produtos, a empresa tem grande participação em projetos voltados a responsabilidade social em todos os países onde atua. Só em 2010, foram investidos R\$ 57,4 milhões em projetos de responsabilidade social.

O Grupo Gerdau está no mercado de capitais brasileiro há 60 anos. A Gerdau S/A, empresa objeto do estudo, está listada na Bovespa e, desde 2001 aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa.

Sua composição acionária está assim distribuída atualmente:

➤ Posição Acionária\*

Nome	%ON	%PN	%Total
Metalúrgica Gerdau S.A.	75,40	21,30	39,40
Bndes Participações S.A. - Bndespar	6,60	1,90	3,40
Outros	17,70	75,80	56,40
Ações Tesouraria	0,30	1,00	0,80
Total	100,00	100,00	100,00

Informação recebida em 06/06/2011.

(\*)Posição dos acionistas com mais de 5% das ações de cada espécie.

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?>

A Gerdau possui uma estrutura voltada para as práticas de Governança Corporativa, contendo:



Figura: estrutura de Governança Corporativa ([www.gerdau.com.br](http://www.gerdau.com.br))

- Conselho de Administração com 09 membros, tendo entre eles representante dos acionistas minoritários, da administração e membros independentes; é responsável pela definição do planejamento estratégico de longo prazo;

- Conselho Fiscal composto de 3 membros, 02 indicados pelos controladores e um pelos minoritários; possui entre estes membros especialistas em contabilidade para atender as necessidades do Comitê de Auditoria Interna e as demandas da Sarbanes Oxley e CVM.

- Comitês de Apoio a Diretoria Executiva, direcionados a Gestão de Risco, Meio ambiente, Divulgação e Recursos Humanos;

- Comitês Especiais de Governança Corporativa, Remuneração e Sucessão e de Estratégia;

- Código de Ética

- Política de divulgação de Informações

- Gestão Integrada de riscos

- *Tag Along* 100% para ON e PN

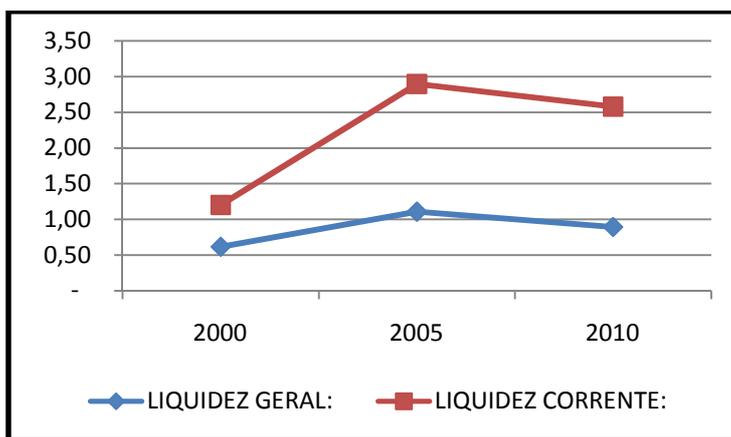
#### ANALISE DE DESEMPENHO DA GERDAU

Para análise da empresa Gerdaul foram buscados dados dos anos de 2000, 2005 e 2010. Iniciou-se em 2000 por ser o ano anterior a sua entrada no segmento de listagem Nível 1. Os demais foram escolhidos para verificar a evolução da empresa, cujos intervalos de período conseguiram-se fechar em cinco anos.

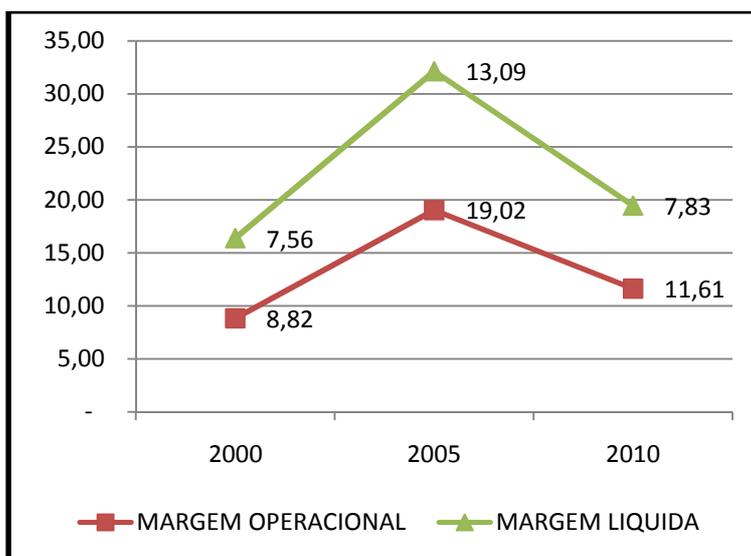
Empresa: Gerdaul S/A			
R\$ (mil)	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2010</b>
Ativo Circulante	2.557.632	12.129.178	12.945.944
Real. Longo Prazo	197.135	882.798	3.155.313
Ativo Total	6.905.548	21.879.186	42.891.260
Passivo Circulante	2.131.244	4.189.108	5.021.900
Exig. Longo Prazo	2.326.420	7.549.558	12.976.958
Patrimônio Líquido	2.365.207	8.042.186	20.147.615
Rec. Oper. Líquida	5.196.098	21.245.748	31.393.209
Lucro Bruto	1.334.234	5.725.887	5.519.733
Lucro Operacional	458.233	4.041.495	3.644.552
Lucro Líquido	392.942	2.781.340	2.457.379
Nº Ações	113.491.706	445.062.000	1.516.802.000

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx>

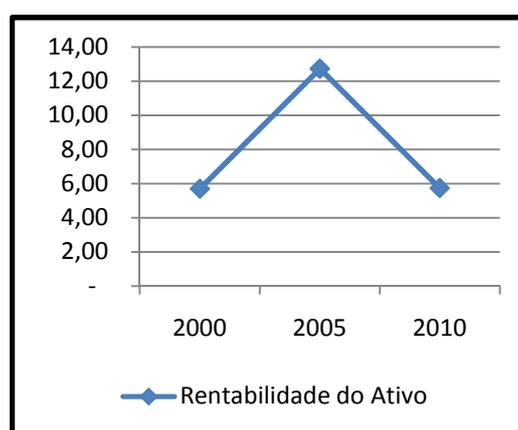
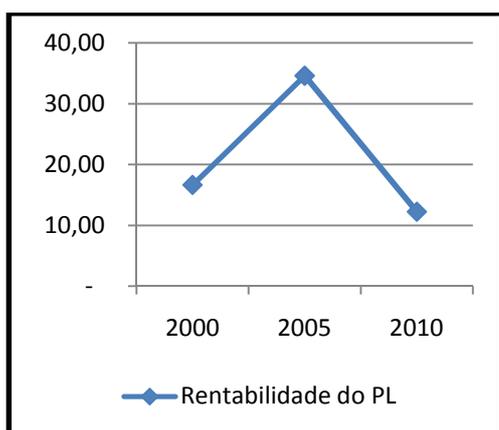
Analisando os números da empresa, podemos verificar que nestes últimos 10 anos (analisando é claro por uma base de três anos) a empresa apresentou uma liquidez corrente de qualidade, chegando em 2010 a 2,52%, frente ao número mais baixo, em 2000, quando a mesma era de 1,20%.



As margens de rentabilidade da empresa sofreram queda nos últimos cinco anos. O mercado do aço e a crise de 2008/2009, provavelmente impactaram os negócios da empresa e sua margem, que estava em crescimento.



Igualmente, as rentabilidades do Ativo e do Patrimônio Líquido, sofreram as mesmas “subidas” e “descidas”, sofrendo considerável queda considerando o período 2005 – 2010, conforme pode ser observado nos gráficos abaixo.



#### 4.6 USIMINAS

Evoluir é mudar a forma de ver o mundo e as pessoas a nossa volta; é ter coragem para inovar e talento para se adaptar a essa nova realidade. E tão importante como evoluir, é evoluir de forma responsável, sem jamais esquecer o compromisso da empresa. Assim é a história da Usiminas ([www.Usiminas.com.br](http://www.Usiminas.com.br))

Em 1956, o Brasil sob a direção de Juscelino Kubitschek, nascia a Usiminas – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais, em parceria com Japoneses através de uma *joint venture*, capacitando a empresa com maquinários e equipamentos.

Os anos 60 foram de aumento de capacidade, estrutura e resultados, e a empresa começava a ser uma das maiores siderúrgicas do País.

No início dos anos 90, mais precisamente em 1991, o Governo Brasileiro dá início ao seu projeto de privatizações, cuja primeira será com a Usiminas; com a privatização a empresa ganhou novas visões empresariais e culturais.

Com a aquisição de outras empresas de distribuição de aço e fabricação de tubos de aço, em 2009, a Usiminas além de comercializar o aço que produz, inicia seu processo de agregar valor ao produto.

Líder no mercado brasileiro de aços planos, a Usiminas conta com capacidade instalada para produzir 9,5 milhões de toneladas por ano. É o maior e mais moderno complexo siderúrgico de aços planos da América Latina. Presente em 8 estados do Brasil, as empresas do grupo Usiminas atuam, de ponta a ponta, em toda a cadeia produtiva do aço: da extração do minério – passando pelo beneficiamento do produto de acordo com as especificações dos clientes e transporte por via rodoviária, ferroviária ou marítima – até transformação do aço em bens manufaturados, como equipamentos e estruturas metálicas de grande porte. ([www.usiminas.com.br](http://www.usiminas.com.br))

A empresa está listada na Bovespa, no nível 1 de Governança Corporativa. Está listada, também, nas bolsas internacionais: Latibex e OTR (Nova York). Aderiu ao Nível 1 do Segmento de Listagem da Bovespa, em outubro de 2007.

A Usiminas, em seu modelo de Governança, busca atender às expectativas dos acionistas por meio da otimização dos seguintes resultados ([www.usiminas.com.br/ri](http://www.usiminas.com.br/ri)):

- Legitimação da maximização do lucro, como fundamental e justo retorno dos investimentos;
- Manutenção dos sistemas que assegurem rígida conformidade e prestação de contas segundo os melhores padrões internacionais;
- Garantia de transparência, participação e comunicação com o mercado de capitais Brasileiro, além dos mercados internacionais;
- Exercício permanente do controle e da gestão de riscos;
- Atendimento aos requisitos das companhias abertas exigidos pelos órgãos governamentais, além de outros, valorizados pelo mercado.

A Empresa, como práticas de Governança Corporativa, tem em sua estrutura:

- Conselho de Administração, com 09 membros titulares mais seus suplentes respectivos, que não podem integrar a diretoria executiva;

- O Conselho de Administração deve estabelecer a orientação geral dos negócios e decidir sobre questões estratégicas;

- Conselho Fiscal Permanente, composto de 05 membros eleitos pela Assembléia Geral;

- Código de Ética

- Política de Divulgação de Informações

Seus acionistas controladores atualmente são: Nippon Steel, Camargo Correa, Votorantim, Previ e Caixa dos Empregados da Usiminas, totalizando 74,30% das ações.

## ANALISE DE DESEMPENHO DA EMPRESA USIMINAS

Abaixo, é possível observar a evolução das ações ordinárias da Usiminas, num comparativo com o IGC, de 2006 a 2011.

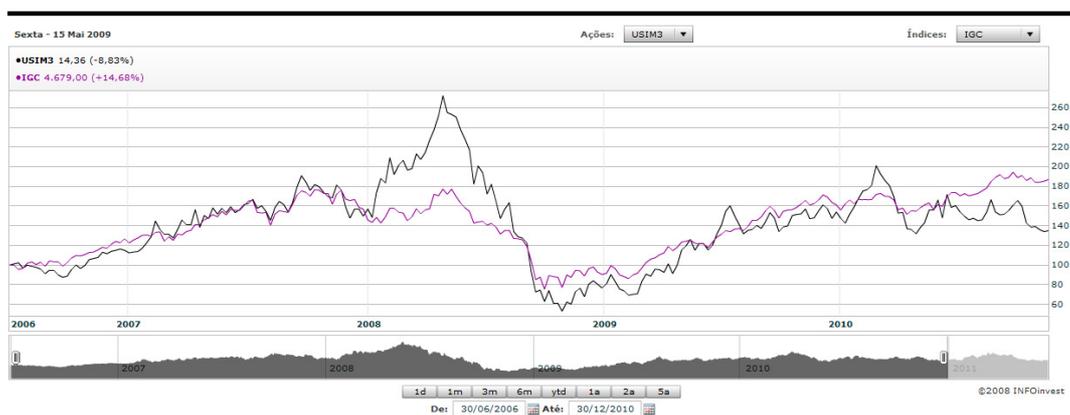


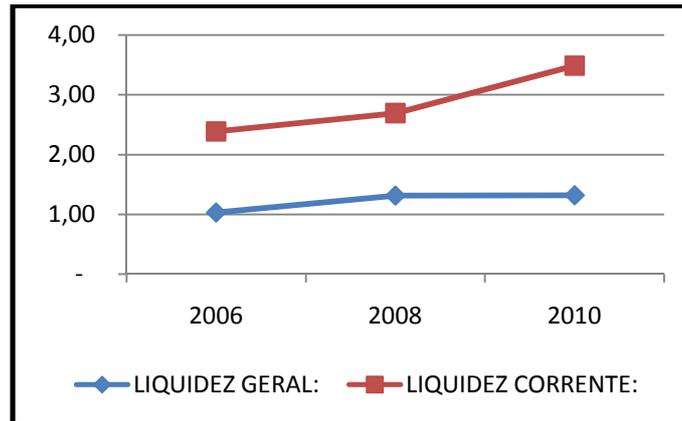
Figura: USIM3 X IGC (período 2006 a 2011) – [www.usiminas.com.br](http://www.usiminas.com.br)

Abaixo, os números coletados da empresa, para análise. Como a mesma aderiu a Nível 1, em 2007, foi buscado como marco inicial o ano de 2006 e, os anos seguintes para acompanhamento da evolução.

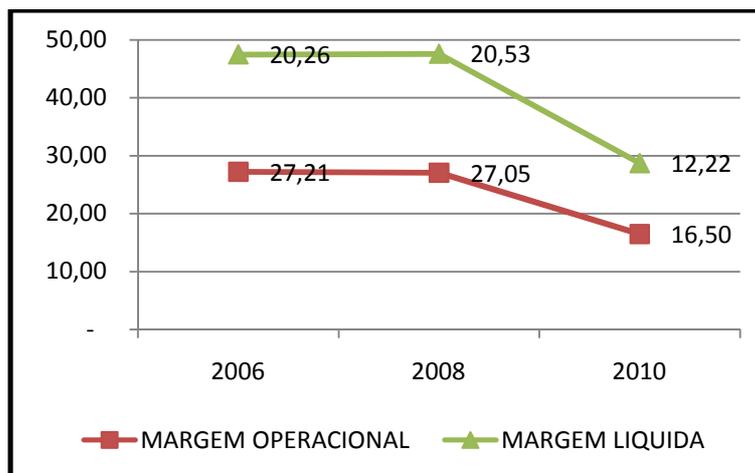
Empresa: Usiminas			
R\$ (mil)	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Ativo Circulante	7.582.233	11.898.801	12.305.384
Real. Longo Prazo	1.133.673	1.263.264	1.436.133
Ativo Total	18.975.489	27.580.053	31.819.559
Passivo Circulante	3.175.786	4.419.790	3.531.823
Exig. Longo Prazo	5.283.632	5.602.920	6.904.124
Patrimônio Líquido	10.418.031	15.727.953	19.029.437
Rec. Oper. Líquida	12.415.318	15.706.529	12.962.395
Lucro Bruto	4.267.646	6.008.143	2.530.856
Lucro Operacional	3.378.395	4.248.015	2.138.348
Lucro Líquido	2.515.461	3.224.433	1.583.650
Nº Ações	225.285.820	506.893.095	1.013.786.190

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx> e Relatório Anual

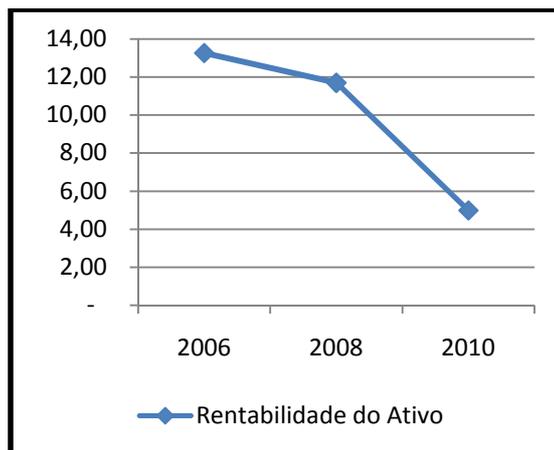
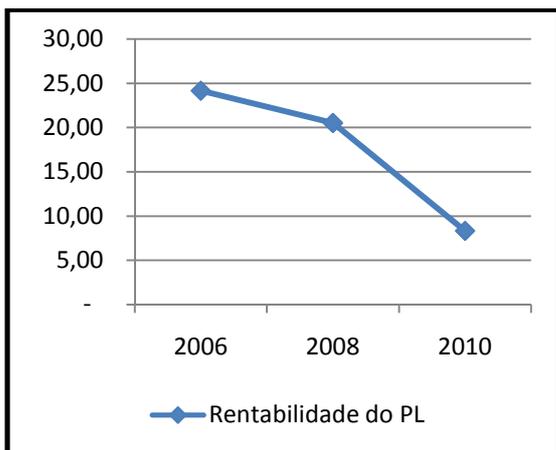
Usiminas de 2008.



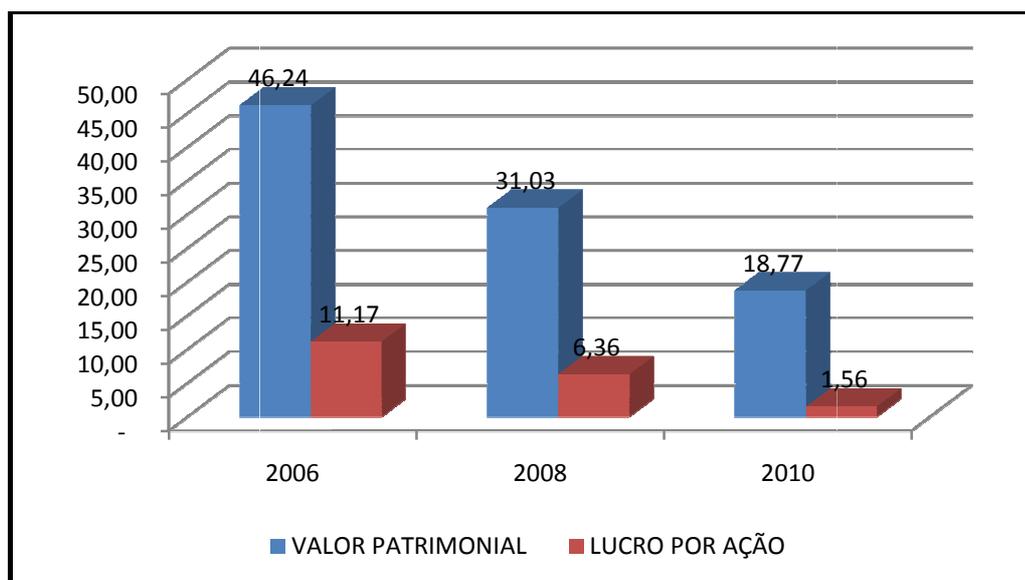
A Usiminas apresenta um excelente nível de liquidez corrente, fechando 2010 com um índice de 3,48%, frente aos 2,39% de 2006, que já estava bom.



No entanto, as margens de rentabilidade da empresa vêm caindo após 2008, chegando a 12,22% de Margem Líquida em 2010. A empresa conforme jornais e revistas e analistas do segmento, informam que a empresa possui um custo muito alto de produção, uma vez não possui auto-suficiência energética e tem de comprar seu minério de ferro (Anexo III).



As rentabilidades do Patrimônio Líquido e do Ativo também sofreram esta pressão dos custos e do mercado. Como demonstram os gráficos acima.



Os resultados da empresa refletem o valor patrimonial da empresa, cujos valores estão diminuindo nos últimos anos.

## **CONCLUSÃO**

As práticas de Governança Corporativa cuja aplicação tem por finalidade demonstrar a seriedade da gestão e a transparência dos resultados, agregam enorme valor a uma empresa, tornando-a uma empresa mais séria, responsável e que tem, no seu investidor (controlador ou minoritário) um parceiro de negócios.

Sua tendência também é a de minimizar os riscos envolvidos no negócio e, a grande razão do surgimento de, cada vez, mais práticas adicionais de governança, é a tentativa de evitar fraudes, desvios ou armações financeiras, como vemos tanto, no mercado nacional e internacional.

A clareza, a transparência e a preservação dos direitos de minoritários é questão importante e deve ser utilizada pelas empresas, demonstrando sua responsabilidade na gestão. Esta prática com certeza trará retornos positivos e bons investidores.

No entanto, o presente trabalho trouxe como objeto de estudo, se as práticas de Governança Corporativa trazem retorno e valor positivo para a empresa, quanto a sua liquidez, rentabilidade e valor.

---

Foi buscado analisar os períodos de adesão aos segmentos de listagem e sua evolução até os dias atuais, considerando ainda, que a opção de aderir às práticas de Governança e aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa é totalmente voluntária.

Levando em consideração o período analisado, observou-se que a houve um crescimento das empresas no período da adesão até o próximo ano de análise, que nos leva a perceber que pode realmente haver uma relação entre estas elevações e a adesão ao segmento de listagem.

No entanto, com os problemas que ocorreram no mercado nacional e internacional, em 2008 e 2009, atingindo fortemente quase todos os mercados de segmento, houve algumas quedas no segundo período analisado.

Estes puderam ser observados principalmente nas empresas do segmento siderúrgico, que possuem um custo de produção muito alto e, ainda, encontraram pela frente um concorrente poderoso chamado “China”. Empresas como a GERDAU e a USIMINAS, ainda estão buscando retomar os índices já alcançados anteriormente, em outras épocas.

As práticas de Governança Corporativa vêm demonstrar as melhores intenções das empresas frente ao mercado e seus investidores; tendem a mostrar a transparência e a seriedade de sua gestão e de seus resultados. Assim, empresas

com práticas de Governança possuem um diferencial positivo em relação às empresas que não possuem tais práticas, mas não seguram resultado e valor.

## REFERÊNCIAS

CARVALHO, Antonio G. de. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. Revista de Administração v. 37. São Paulo. Julho-set 2002.

IGCT – Índice de Governança Corporativa Trade - Bovespa, disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/MetodologiaCompleta\\_IGCT.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/MetodologiaCompleta_IGCT.pdf). Acesso em: 14 Maio 2011.

Guia Sarbanes Oxley. Disponível em: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/guia\\_sarbanes\\_oxley\(1\).pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil/Local%20Assets/Documents/guia_sarbanes_oxley(1).pdf). Acesso em 09 Jun 2001

Governança corporativa no Brasil. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2405.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2405.pdf). Acesso em: 17 Jun 2011.

KORN/FERRY e MCKINSEY, Company. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. Disponível em: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acesso em: 18 de Jun de 2011.

**O Desempenho da Companhia Vale do Rio Doce em 2003**. Disponível em: [http://www.vale.com/pt-br/investidores/resultados-e-informacoes-financeiras/resultadostrimetais/documents/2003/4%20Trimestres/Press%20Releases/cvrd\\_brgaap\\_4t03p.pdf](http://www.vale.com/pt-br/investidores/resultados-e-informacoes-financeiras/resultadostrimetais/documents/2003/4%20Trimestres/Press%20Releases/cvrd_brgaap_4t03p.pdf). Acesso em 19/06/2011.

LEAL, Ricardo, VALADARES, Sílvia, Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Disponível em: <http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>. Acesso em: 22 Jun. 2011

Melo, Maria Cecilia Alcântara de, Andrade. Claudia Cristina de Andrade et all. **A Lei Sarbanes Oxley dentro do Conceito de Governança Corporativa.** V Congresso Nacional de Excelência em Gestão. Gestão do Conhecimento para a Sustentabilidade Niterói, RJ, Brasil, de 2009. Acesso em 18 jun. 2011.

MAHONEY, Willian F., **Manual do RI – Princípios e Melhores Práticas de Relações com Investidores.** IMF Editora. Rio de Janeiro, 2007.

MARINELLI, Marcos. Um estudo exploratório sobre o estágio da Governança corporativa nas empresas brasileiras. Revista Brasileira de Gestão de Negócios - FECAP, ano 7, 2005.

SANTANA, M. H. O Novo Mercado e a Governança Corporativa. Revista da CVM, nº 34, janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/.jpg>. Acesso em 10 Jun 2011.

TREVISAN. Antonio Marmo, **Como Participar do Mercado de Capitais.** BDO Trevisan. Ed. Universitária, 2007.

#### **Sites Consultados:**

www.economiauol.com.br

www.cvm.com.br

www.ibgc.com.br

www.planalto.gov.br

www.usiminas.com.br

www.gerdau.com.br

www.mmx.com.br

www.mangels.com.br

www.bovespa.com.br

www.ibri.com.br

www.exame.com.br

## **ANEXOS**

Anexo 1 - O que é Tag Along e quais os benefícios para o pequeno investidor?

Anexo 2 – Siderurgia pratica margens muito altas, diz ministro

Anexo 3 – Demanda por minério impulsionará Vale e MMX no segundo trimestre, diz Agóra

Anexo 4 – Minoritários da Usiminas vão a CVM