

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A evolução da abertura de capital das empresas
Uma Abordagem de Brasil , Argentina , México e Chile

ANA CAROLINE SANTANA BARBOSA

Matrícula: 0016675

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

NOVEMBRO 2006

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Dedico aos meus pais, por tudo que me ensinaram e pela paciência e amor dedicados a mim em todos os momentos .

SUMÁRIO

1	Introdução	4
1.1	Abertura de capital	7
1.1.1	Meio de Financiamento	7
1.1.2	Liquidez do Patrimônio dos Acionistas	8
1.1.3	Imagem Institucional e Corporativa	8
1.1.4	Profissionalização	9
1.1.5	Estruturação de uma Oferta Pública	10
1.1.6	Análise preliminar sobre conveniência da abertura	10
1.1.7	Manutenção da Condição de Companhia Aberta	11
1.1.8	Política de Distribuição de Resultados	12
2.0	Panorama Recente Mundial da Governança Corporativa	13
2.1	Recentes escandalos mundiais : O Caso Enron e a Maquiagem dos Balanços	13
2.2	A reação do mercado financeiro demandando maior transparência	16
2.3	O Papel da Globalização e da Tecnologia de Informação na difusão da SOX	17
2.4	Aspecto de Ética	20
2.5	O que é a OCDE e o que ela se propõe sobre a Governança Corporativa	21
3.0	Panorama Brasileiro Recente (2000 – 2006)	29
3.1	Governança Corporativa no Brasil – Características do Novo Mercado, Nível 1 e 2;	32
3.2	Descrição e análise do Mercado de Capitais Brasileiro após criação do Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança;	34
3.3	Análise do número e volume financeiro das Ofertas Públicas no Brasil	39
4.0	Panorama na América Latina (Argentina, Chile e México)	44
4.1	Características dos Mercados Latinos Americanos	44
4.1.1	México	44
4.1.2	Chile	54
4.1.3	Argentina	58
4.2:	Verificação se as regras da OCDE são semelhantes aos princípios adotados nos países em estudo	61
4.3	Estrutura Societária e Governança Corporativa no Brasil, Argentina, Chile e México	62
5.0	Conclusão	65
6.0	Anexo	70
7.0	Bibliografia	75

1.0 – Introdução

Este trabalho tem como propósito mostrar uma relação que tem sido nos últimos anos muito estudada, que é a evolução dos mercados de capitais, ou seja, retomada em ascensão dos IPOs. Outro ponto em foco é a valoração dos preços das ações cotadas em bolsa com melhores práticas de governança corporativa num ambiente de liquidez internacional em relação as ações de empresa que não adotam tais práticas.

A liquidez internacional proporciona aos mercados financeiros um volume muito grande de capitais, que podem ser investidos em qualquer parte do mundo, dado a mobilidade de capital existente no mundo globalizado. Porém, este capital está à procura cada vez mais de segurança e esta, é sinalizada quando as empresas de um determinado país prestam informações sobre suas operações tanto financeiras, com as práticas de *accountability* (responsabilidade por prestar contas de ações tomadas e funções assumidas) quanto operacionais, respeito pelos direitos dos acionistas e tratamento equânime de todas as partes interessadas, tais como estabelecidas nos *Princípios de Governança Corporativa da OCDE—Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico*. Hoje em dia, se tornou crucial para países como Brasil, Argentina, México e Chile se moldarem a essas práticas de governança, pois estes países estarão disputando estes recursos, propiciados pela liquidez internacional com empresas americanas e européias como também de outros países do mercado emergente, portanto é de extrema importância na atual conjuntura, adotar princípios mundiais de governança corporativa.

As práticas de governança corporativa ganharam muita importância depois dos episódios ocorridos nos Estados Unidos envolvendo a quebra da Enron e de outras grandes companhias que entraram em colapso e ou muitas que tiveram suas estruturas abaladas. Então, em julho de 2002 foi promulgada a Lei Sarbanes Oxley Act nos Estados Unidos. Esta lei reforçou questões como transparência, independência nas relações de auditores e consultores, auxiliando no alinhamento de interesses com a diretoria e prestação de contas aos acionistas (evitando problemas de *agency e stakeholders*), e colocou em pauta as boas práticas de governança corporativa. Tais medidas refletidas no

aprimoramento dos controles interno e melhor gerenciamento de riscos do negócio, foram essenciais para que os investidores recuperassem a confiança perdida e voltassem a se sentir seguros quanto à conduta dos executivos e a própria informação apresentada por meio de relatórios financeiros.

Atentando para a necessidade do mercado se voltar ao investidor minoritário, a legislação protecionista (ao investidor) tem sido buscada nos quatro cantos, e em diversos países são adotadas medidas que diretamente ou indiretamente levam as companhias a investirem na segurança e acuracidade de informações. A *Sox* ficou conhecida como a Lei mais rígida e eficaz para os fins a que se propõe.

O Trabalho enfocará o mercado acionário na América Latina no período 2000 - 2006, onde mostrarei algumas regras que foram e são cruciais para assegurar o bom funcionamento deste mercado bem como dados numéricos que constatarão os fatos ocorridos e que vem ocorrendo.

No primeiro capítulo fiz uma descrição breve dos procedimentos, os custos e benefícios da abertura de capital no mercado de capitais brasileiro.

No segundo capítulo mostrei a governança corporativa no cenário recente mundial. Analisei os fundamentos que levaram ao mercado financeiro mundial se voltar para este foco, conseqüentemente estaremos falando diretamente da *Sox*. Neste capítulo iremos abordar a entidade OCDE, e o que ela se propõe sobre governança corporativa, à reação do mercado demandando maior transparência, o papel da globalização e tecnologia da informação na difusão da *Sox* e uma breve abordagem sobre a questão da ética no ambiente econômico - financeiro

No terceiro capítulo descrevi e analisei, de forma breve, o Mercado de Capitais Brasileiro após criação do Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança. Faz-se uma análise curta sobre a evolução dos IPOs desde sua retomada e também verifica-se a valoração dos ativos brasileiros que adotaram as práticas de governança corporativa (IGC, ITAG) frente ao Ibovespa.

No quarto capítulo, relatei a evolução dos mercados, regulamentações relevantes para o bom funcionamento nos mercados financeiros nas demais praças onde o mercado acionário é relevante na América Latina, ou seja, Argentina, Chile e México. Ainda neste quarto capítulo comentei de forma comparativa, baseado no relatório oficial sobre

governança corporativa na América Latina (elaborado pela OCDE), a estrutura societária e governança corporativa no Brasil, Argentina, Chile e México.

No quinto e último capítulo foi dada a conclusão que cheguei através da análise dos dados dos IPOs e também dos dados relacionados com a governança corporativa. Neste aspecto, analisei de que maneira ela veio ajudar a aumentar o volume financeiro transacionado nas praças financeiras locais e nas bolsas de valores. Busquei identificar se a crescente abertura de capital de empresas na Bovespa, observadas nos últimos anos, também tem se repetido nos países latinos pesquisados. Entretanto, através deste conjunto de dados, pude concluir que os países latinos em questão se viram obrigados a adotar as práticas de governança que estavam sendo divulgadas no mundo todo, e praticadas nos EUA através da lei Sox, com a finalidade de captar o capital móvel e disponível. Só através das práticas de tais medidas que os países poderiam entrar na disputa pela captação de recursos disponíveis neste ciclo mundial de enorme liquidez financeira. Verifiquei que houve de fato aumento de ingresso de capitais sim nos países estudados, incremento também no número de empresas cotadas em bolsa e valoração dessas ações de empresas listadas nas suas respectivas bolsas de valores. Quanto à regulação verifiquei que elas caminham para um ponto em comum, o que significa estabelecer como *status quo* as regulamentações estabelecidas pela OCDE, entretanto, ainda são distintas, quanto ao nível de exigência, em cada país observado .

1.1 Abertura de capital

A abertura de capital de empresas é um dos instrumentos utilizados pela companhia não só para captação de recursos , mas também para o fortalecimento da marca e maior profissionalização interna¹ .

1.1.1 Meio de Financiamento

O Financiamento via abertura de capital , emissões de ações , é saudável para a empresa e para os acionistas , pois não há geração de dívida formal no processo . Os investidores novos assumem em conjunto com os acionistas originais o risco do negócio , concordando com a remuneração apenas no caso de a empresa adquirir lucro e que possibilite o pagamento de dividendos .O retorno do acionista irá ficar condicionado ao desempenho da empresa .Não há prazo para resgate ou amortização , nem remuneração fixa para ações , portanto a empresa poderá se focar melhor no crescimento de forma sustentada . Para empresas endividadas , a abertura de capital lhes proporciona um equilíbrio financeiro a sua estrutura de capital , o que não significa que se deva negligenciar a rentabilidade do dinheiro dos sócios² .

Outra vantagem, de empresa de capital aberto , financiada por ações é que está menos vulnerável a choques exógenos , como volatilidade econômica , pois tem menor pressão para honrar compromissos financeiros com seus próprios sócios . Ao ter um risco mais baixo gera uma redução do custo de capital .O retorno de projetos que antes poderiam não ser atrativos passam a ter menor custo de financiamento, aumentando ainda mais as possibilidades de investimentos da companhia .

O financiamento via abertura de capital pode também gerar uma reestruturação de passivos possibilitando uma maior alavancagem financeira .

1 Negreiros , Ricardo –A Nova Fase das Aberturas de Capital no Brasil

2 Bovespa – Guia Abertura de Capital

1.1.2 Liquidez do Patrimônio dos Acionistas

A empresa possibilita a seus acionistas originais a possibilidade de vender suas ações em bolsa com maior facilidade e liquidez do que em uma empresa de capital fechado. É sempre melhor investir em ativo que possa ser transformado em dinheiro novamente a qualquer momento , e a alternativa mais eqüitativa é vendendo em bolsa. Por estarem mais expostos e possuírem maior liquidez , ativos negociados em bolsa se tornam mais atrativos e por conseqüência mais valorizado³ .

1.1.3 Imagem Institucional e Corporativa

A vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela ganha projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona , parceiros comerciais e financeiros, nacionais ou estrangeiros. Esse fato ocorre porque ela ganha mais visibilidade , é regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira .

A transparência exigida gera maior confiança e solidez ao nome dela . Em muitos casos , a empresa melhora seus negócios com fornecedores e atrai o consumidor final . A abertura de capital fortalece a credibilidade da companhia perante a sociedade como um todo .As empresas chegam até anunciar na mídia que tem ações negociadas em bolsa visando passar seriedade. E pelo mesmo motivo , a relação da empresa com as instituições financeiras melhora , resultando numa maior concessão de crédito .

“Um efeito que é interessante , associado a postura ativa e vigilante dos investidores e dos profissionais de investimentos , é o ganho de eficiência em toda organização , à medida que a empresa passa a se disciplinar e se organizar melhor”⁴ .

3 Negreiros , Ricardo –A Nova Fase das Aberturas de Capital no Brasil

4 Bovespa – Guia Abertura de Capital

1.1.4 Profissionalização

A Companhia deverá se adaptar às novas exigências de maior governança para dar transparência à empresa . Há o efeito relacionado a cobrança dos investidores na administração e rumos da empresa .”*O mercado como um todo serve como consultor das atividades desenvolvidas pela companhia , comparando os desempenhos com benchmark em outras instituições do ramo tanto no mercado nacional como internacional*”⁵ .A empresa procura se moldar a demanda do mercado , tornando – se cada vez mais competitiva .

Outro fator que a empresa deve levar em consideração quando pretende abrir seu capital é que captação de recursos via mercado de capitais não é isenta de custos , pelo contrário é bem onerosa .Há gastos na distribuição dos novos títulos e ao atendimento de exigências legais decorrentes da manutenção da condição de companhia aberta e listada em bolsa , por exemplo auditoria externa , publicação em jornais , manutenção de um RI eficiente , que esteja pronto para atender o mercado , etc. A companhia ainda tem que se preocupar em desenvolver uma boa política de dividendos , implicando na distribuição regular dos lucros a todos os acionistas . Portanto , a decisão da abertura de capital de uma companhia não pode só ficar limitada exclusivamente , a uma necessidade imediata de captação de recursos⁶ .

É comum, a abertura de capital ocorrer no corpo do planejamento sucessório de empresas familiares . Há casos em que o herdeiro não tem interesse ou competência em dirigir a empresa . São problemas comuns em empresas familiares, onde o controle está na família a gerações . A abertura de capital nestes casos é ótima solução de saída para os acionistas , pois uma vez iniciado o processo de abertura de capital , a empresa é obrigada a se profissionalizar⁷ .

5 Bovespa – Guia Abertura de Capital

6 Bovespa – Guia Abertura de Capital

7 Negreiros , Ricardo –A Nova Fase das Aberturas de Capital no Brasil

1.1.5 – Estruturação de uma Oferta Pública

Para iniciarmos o processo de abertura de capital é exigido o cumprimento de uma série de normas , que resumiremos a seguir . Tais procedimentos se verificam a de modo semelhante para qualquer valor mobiliário , segundo a Instrução 400 da CVM , caso de lançamentos de ações (IPOs).

1.1.6 - Análise preliminar sobre conveniência da abertura

Apesar de todos os benefícios que uma abertura de capital pode vir a proporcionar , a empresa ofertante tem que ponderar os custos e os benefícios . Serão necessárias mudanças internas , as quais deverão ser discutidas e analisadas detalhadamente para que não haja futuros arrependimentos por parte dos controladores . Uma vez confirmado o interesse de abrir o capital, outras considerações não menos importantes deverão ser discutidas de forma a maximizar sua relação com o mercado , tais como o melhor momento para a realização da oferta, a necessidade de reestruturação societária na empresa, a definição das estratégias da operação.

Para ajudar nesta etapa, muitas empresas contratam consultorias financeiras especializadas e convoca desde o início o intermediário financeiro principal que será usado na operação, o coordenador.

A primeira vez que uma empresa lança ações publicamente dá-se o nome de Oferta Pública Inicial (ou popularmente denominada IPO, abreviatura do termo em inglês *Initial Public Offering*).

Se o interesse principal da empresa for sua capitalização para futuros investimentos, reestruturação de dívida ou qualquer uso em prol dela mesma, deverá ocorrer a emissão de novas ações e a operação acontecerá no mercado primário .

Caso, o IPO trate da venda de ações pré-existentes e pertencentes aos sócios originais será uma operação no mercado secundário, podendo ocorrer tanto em bolsa quanto em mercado de balcão.

Em qualquer dos casos, a emissão inicial geralmente é apenas de parte do capital da empresa, ficando o restante, em geral o controle, nas mãos dos sócios originais.

1.1.7 - Manutenção da Condição de Companhia Aberta⁸

Para que a empresa mantenha sua condição de companhia aberta é necessário, de início, que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais decorrentes da abertura.

“A abertura de capital impõe à companhia a adoção de uma postura ética que não deve se restringir ao mero atendimento dos dispositivos legais. Isso se aplica a seus administradores no manejo das informações privilegiadas, na comercialização dos valores mobiliários de emissão da empresa e na divulgação pública imediata dos atos ou fatos relevantes”⁹.

O conceito de ato ou fato relevante é aquele cuja resultante seja capaz de alterar o julgamento sobre o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia, a decisão de dos investidores em negociar aqueles valores ou exercer direitos a eles inerentes.

A postura ética da empresa deve ser estendida aos auditores da companhia, que devem possuir capacidade técnica, independência e idoneidade reconhecidas pelo mercado. As relações com os investidores devem evoluir pautadas nos seguintes princípios:

- Transparência nas informações
- Ampla divulgação de informações, evitando privilegiar grupos de investidores
- Confiabilidade das informações divulgadas, especialmente quanto às demonstrações Financeiras.
- Respeito ao acionista minoritário

1.1.8 - Política de Distribuição de Resultados ¹⁰

A abertura de capital de uma empresa compreende a admissão de novos sócios, os quais se interessam não apenas na valorização de seu capital aplicado, mas também na distribuição regular de resultados, o que adquire particular importância com o crescimento dos fundos de pensão como investidores. O pagamento de dividendos é isento de imposto de renda e é a forma tradicional de distribuição de resultados. São estabelecidos no Estatuto da Companhia e devem estar pautados em um mínimo de 25% do resultado (e seus ajustes pertinentes), podendo ser pagos em períodos menores que um ano. A distribuição de dividendos pode ser dispensada, caso a empresa esteja em situação difícil mas a administração deve informar esta condição na Assembléia Geral Ordinária (AGO), que ocorre uma vez por ano para aprovação das contas do ano anterior.

10 - O conceito fornecedores de recursos engloba tanto os credores quanto os acionistas, sendo que a predisposição dos mesmos injetarem recursos nas empresas é proporcional à existência e aplicação de mecanismos de proteção contra expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores. (Silveira, 2002 pag3)

2.0 –Panorama Recente Mundial da Governança Corporativa

2.1 – Recentes escândalos mundiais : O Caso Enron e a Maquiagem dos Balanços¹¹

A Lei *Sarbanes Oxley* foi promulgada em 30 de julho de 2002 nos Estados Unidos, respondendo à necessidade do mercado de uma intervenção mais firme por parte do governo. A mão invisível que move o mercado de Adam Smith encontrava sérios obstáculos com a ambição do homem.

Fraudes contábeis e manipulação de dados financeiros, assim como no campo político, não faz parte apenas da atualidade, no entanto, fatores como a facilidade de propagação da informação e do crescimento de empresas gigantescas de múltiplas nacionalidades, aumentam a proporção dos danos e da exposição.

Após o crash da Bolsa de New York em 1929, o Governo Federal Norte Americano começou a se preocupar com a regulamentação e desde então participou do suporte e da regulamentação do mercado de títulos. Estas atitudes foram necessárias na época devido a degeneração da confiança dos investidores, abalando os alicerces da economia , não só nos EUA como no mundo inteiro, demonstrando a importância da manutenção da salubridade deste mercado.

Baseado nisto, o Congresso americano começou a implementar medidas legais para recuperar a confiança dos investidores, garantindo sua segurança. As primeiras leis criadas foram “Security Act of 1933” e “Security Act of 1934”, criando a Securities and Exchange Commission (SEC – equivalente à Comissão de Valores Mobiliários brasileira), cujos poderes se estendem sobre o registro, regulamentação e supervisão sobre todos os agentes e instituições que atuam no mercado financeiro americano; obrigando às organizações detentoras de títulos no mercado a divulgação de informações financeiras e outras relevantes com relação ao título; e proibindo qualquer tipo de divulgação enganosa.

11 - DIAS, Bruno Gonçalves. Ética e Transparência Contra a Manipulação nas Empresas.

O ano de 2001 foi marcado pelo número de casos de fraudes vindos a público, envolvendo algumas das maiores e mais tradicionais corporações americanas. Tais escândalos representaram o estopim para uma desastrosa confusão no mercado financeiro, chamando a atenção do Governo Federal.

A Enron, sétima maior organização norte-americana até então, tornou-se conhecida como representante dos escândalos por ser a primeira a ser descoberta. A empresa cresceu muito rapidamente, tendo um modelo de negócios ágil e inovador de comercialização de excedentes produtivos em variados segmentos de mercado. A rápida ascensão atraiu a atenção de muitos investidores. Suas ações tinham excelente cotação na bolsa de valores americana, e os relatórios financeiros mostravam operações lucrativas e promissoras. Por isso sua “repentina” quebra causou estranheza aos investidores. Eles desconheciam que a empresa utilizava endividamento contínuo para financiar sua expansão e vinham “maquiando” os resultados havia quatro anos.

A Enron foi à falência e levou consigo a mundialmente conhecida e respeitada empresa de auditoria e consultoria Arthur Andersen, que prestava serviços como auditora independente e ao mesmo tempo, realizava a auditoria interna para a mesma companhia. Foi então, acusada de destruição de evidências das fraudes e obstrução da justiça.

Na mesma época, casos semelhantes vieram à tona: descobriu-se que a gigante de telecomunicações Worldcom inflou em pelo menos US\$ 9 bilhões suas receitas durante os 3 anos anteriores; o também grupo de telecomunicações Global Crossing falhou quando suas contas vieram a público; foi descoberto que a família fundadora da Adelphia Communications, operadora de TV a cabo, usava os fundos da companhia como um banco próprio; o conglomerado Tyco sofreu investigações sobre o uso de fundos da empresa pelos executivos para aquisição de obras de arte e casas para próprio uso.

A deflagração do caos no mercado financeiro afugentou muitos investidores. Aproximadamente 10% das quase 12.500 empresas de capital aberto nos EUA republicaram suas demonstrações financeiras entre janeiro de 1997 e junho de 2002, segundo dados da SEC. Em 2001 e 2002, houve 225 e 250 republicações, respectivamente, resultando em uma redução de US\$ 30 bilhões no valor de mercado das ações das empresas envolvidas e o dobro em 2002.

O deputado republicano Michael Oxley, então integrante do Comitê de Serviços Financeiros da Câmara dos Deputados, iniciou a tramitação da sua lei Oxley em abril de 2002 no Congresso e o projeto ganhou a aderência e participação do senador Paul Sarbanes após a avalanche da descoberta de novas fraudes.

Dentro de seus itens, podem-se destacar: a criação de um Comitê de Auditoria; a responsabilização das demonstrações pelo gestor (CEO) e pelo diretor financeiro (CFO); novas penalidades para má conduta e aumento da pena para crimes já listados; proibição de empréstimos a conselheiros e diretores; proibição de determinados serviços por auditores; devolução do montante distribuído ao CEO e CFO, em forma de bônus e/ou participação nos lucros, no caso de prejuízo decorrente de erros contábeis; e adoção de práticas melhores de gestão como o guia de diretrizes e ética não só para funcionários, mas como para os administradores; além de novos padrões de conduta e maior responsabilidade para os advogados.

2.2 – A reação do mercado financeiro demandando maior transparência ¹²

Em julho de 2002, o presidente dos Estados Unidos da América, George Bush Junior, promulgou uma lei que determinaria o futuro de muitas empresas espalhadas por todo o mundo. O documento foi nomeado *Sarbanes Oxley Act*, levando o nome dos dois senadores americanos que nela depositaram suas idéias e confianças.

A nova lei foi criada em consequência de uma série de eventos que abalaram o mercado financeiro. Após o escândalo da quebra da Enron, outras grandes companhias entraram em colapso e muitas tiveram suas estruturas abaladas, vendo-se obrigadas a repensar seus mecanismos e seus quadros. A Lei *Sarbanes-Oxley* reforçou questões como transparência, independência nas relações de auditores e consultores, auxiliando no alinhamento de interesses com a diretoria e prestação de contas aos acionistas (evitando problemas de *agency* e *stakeholders*), e colocou em pauta as boas práticas de governança corporativas. Tais medidas refletidas no aprimoramento dos controles interno e melhor gerenciamento de riscos do negócio, foram essenciais para que os investidores recuperassem a confiança perdida e voltassem a se sentir seguros quanto à conduta dos executivos e a própria informação apresentada por meio de relatórios financeiros.

12 - DIAS, Bruno Gonçalves. Ética e Transparência Contra a Manipulação nas Empresas.

Atentando para a tendência do mercado de pequenos investidores em expansão, a legislação protecionista (ao investidor) tem sido buscada nos quatro cantos, e em diversos países são adotadas medidas que diretamente ou indiretamente levam as companhias a investir na segurança e acuracidade de informações. Entretanto, a *Sox*, como ficou conhecida a Lei, figura como a mais rígida e eficaz para os fins a que se propõe. Mais rígida pela solidez de suas convicções e eficaz por sua abrangência. A Lei está presente em quase todos os países, seja em forma de legislação, seja em forma de diferencial competitivo a quem espontaneamente adere a seus propósitos.

Esta vasta abrangência explica-se quando levamos em consideração o fenômeno da globalização, e não se vêem mais fronteiras econômicas, e as ações ou reações dos países são refletidas do outro lado do globo.

2.3- O Papel da Globalização e da Tecnologia de Informação na difusão da SOX ¹³

A evolução da internacionalização foi o resultado de acontecimentos diversos. Esse processo alterou a correlação existente entre Estados e os mercados. Tais mudanças produzidas na sociedade capitalista nas últimas décadas propiciaram um novo discurso da organização do Estado e suas atividades reguladoras.

O desenvolvimento vertiginoso da tecnologia gerou novas redes mundiais de comunicação, levando à revolução da informática, da robótica e da biotecnologia. Observa-se também a revolução financeira internacional e o fortalecimento das multinacionais privilegiando, sobretudo, a globalização do mercado capitalista. Os fluxos financeiros e a velocidade da sua circulação no mundo fizeram com que o dinheiro virtual pudesse circular livremente sem fronteiras nacionais, com os objetivos de maximização dos lucros e de minimização dos riscos.

Atualmente, podem ser acompanhados diversos tipos de transformações, cada vez mais rápidas, complexas e abrangentes, como a dependência da tecnologia no dia-a-dia, a globalização da economia e a interdependência dos mercados. Essas mudanças ocorrem em todas as áreas do conhecimento e trazem conseqüências, como melhorar a qualidade de vida ou apaziguar conflitos. Diante da nova realidade que é formada todos os dias,

pessoas e instituições têm o desafio de acompanhar o ritmo das transformações, bem como se adaptar a elas.

Na área econômica, essas mudanças são cada vez mais aceleradas, pois nela se concentram os grandes jogos de interesse, pondo em questão perdas e ganhos de capitais, investimentos e disputas.

Para ser atraente e competitivo, o mercado de capitais percebe necessárias as características agilidade e acuracidade de informações e conta com os avanços da tecnologia da informação para a demanda. Com o conhecimento técnico alinhado, a imagem, a estratégia e as políticas de comunicação são fatores decisivos para a manutenção e o crescimento de uma empresa do setor financeiro.

O último item, antes um diferencial somente, ganhou importância com a promulgação da Lei *Sarbanes Oxley*, e demanda das empresas atenção por ser a vitrine do desenvolvimento das companhias e por ser um canal de relacionamento com os investidores. O valor de mercado das companhias abertas espelha cada vez mais o referencial competitivo, pois, quanto maior este for, maior será a capacidade de a empresa obter recursos a baixo custo, viabilizando, assim, novas operações e investimentos.

Para conservar a confiança dos atuais e conquistar potenciais acionistas, é fundamental que as empresas prestem um nível de informação e transparência cada vez mais amplo e qualitativo.

Comunicação, transparência e confiança andam juntas, passam a ser parceiras assim como empresas e investidores. No mercado internacional, é cada vez mais nítida a percepção de que o valor de mercado de uma companhia reflete a confiança que o mercado deposita nela. A confiança exige cultivo perene, consolida-se lentamente e pode se tornar muito volátil diante de ruídos de comunicação.

2.4 - Aspecto de Ética¹⁴

A questão ética foi um dos motivos chave que evidenciaram a necessidade da elaboração da Lei *Sarbanes Oxley*. Os responsáveis pelos demonstrativos financeiros da Enron e da Worldcom feriram sua ética profissional ao apresentar números falsos. Conforme artigo do site *www.amcham* (2004), especialistas em fraude reconhecem a

importância de uma cultura empresarial ética e acreditam que essa seja uma das principais armas para impedir a ocorrência de fraudes.

No livro que conjuga a ética no mundo empresarial, Soares (2002) ressalta que as questões éticas recortam o mundo dos negócios, as diretrizes empresariais e os interesses corporativos. À responsabilidade social, acoplam os próprios interesses corporativos e fundamentam estratégias.

Normalmente as empresas têm, implícito ou explícito, um conjunto de crenças e regras de comportamento, compartilhado por todos e que os funcionários adotam, o que chamamos de cultura organizacional. Motta (2004, p.128 e 129), em sua tese de mestrado, criou um quadro referente às questões que devem estar inclusas em um Código de Ética:

Propinas e pagamentos impróprios; Conflitos de interesses; Informações privilegiadas; Recebimentos de presentes; Discriminação de oportunidades no ambiente de trabalho; Doações; Meio ambiente; Assédio moral ou sexual; Segurança no trabalho; Atividades políticas; Relações com a comunidade; Uso de álcool e drogas; Confidenciabilidade pessoal; Direito à privacidade; Nepotismo; Exploração de trabalho infantil ou adulto; Política de negociação de ações da empresa; Mútuo entre partes relacionadas; Processos judiciais e arbitragem.

Brown (1993, p.124) defende que “uma pessoa ética focaliza a ação em vez do comportamento, procura razões que justifiquem atos em vez de explicar o comportamento”. Faz sentido quando pensamos não em justificar os meios pelo fim, mas quando temos a definição de justificativa como sendo a exibição dos princípios ou valores que o indivíduo usou ao fazer a escolha.

A Lei *Sarbanes Oxley* traz como proposta para a redução da preocupação com a questão ética dentro das empresas, a adoção obrigatória de um guia de diretrizes éticas, a ser lido e aceito por todos os funcionários da empresa. Contudo, o coordenador do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e consultor de ética empresarial, Lélío Lauretti, afirma que o comportamento das pessoas não pode ser definido por um manual, no artigo “Crise política reforça debate sobre ética”, publicado no jornal Valor Econômico em setembro de 2005.

2.5 - O que é a OCDE e o que ela se propõe sobre a Governança Corporativa¹⁵

A OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) tem como objetivo promover políticas voltadas a fomentar a expansão econômica de forma sólida nos países membros e não membros no processo de desenvolvimento econômico e auxiliar a expansão do comércio mundial de forma multilateral e não discriminatória, de acordo com os compromissos internacionais.

O Centro da OCDE para Cooperação com Países Não - membros (CCNM) promove e coordena as políticas da OCDE de cooperação e diálogo com economias fora da área da OCDE. A OCDE atualmente mantém uma política de cooperação com aproximadamente 70 países não –membros. Os programas da CCNM abrangem as principais áreas de políticas da OCDE de interesse mútuo aos não – membros, quais sejam: monitoramento econômico, estatísticas, ajuste estrutural por meio de políticas setoriais, políticas comerciais, investimento internacional, reforma do setor financeiro, tributação internacional, meio ambiente, agricultura, mercado de trabalho, políticas sociais e de educação, bem como o desenvolvimento de políticas tecnológicas inovadoras.¹⁶

A OCDE também contribuiu para a elaboração de um quadro político internacional. Recentes modificações incluem a adoção da Convenção de Combate ao Suborno dos Funcionários Públicos Estrangeiros durante as Transações Comerciais Internacionais, bem como a adoção dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, as Linhas Diretrizes da OCDE para Proteção do Consumidor no Contexto do Comércio Eletrônico, e o trabalho em andamento sobre as Linhas Diretrizes da OCDE relativas ao Custo de Transferência para Empresas Multinacionais e Administrações Fiscais. A meta comum dos governos aderentes a estas Linhas Diretrizes é encorajar as contribuições positivas que as empresas multinacionais possam trazer para o progresso econômico, ambiental e social, e minimizar as dificuldades que possam decorrer das várias atividades destas empresas. Ao trabalharem em direção desse objetivo, os governos encontram-se em

15 -16 - Linhas e Diretrizes da OCDE

parceria com numerosas empresas, sindicatos e outras organizações não governamentais, que trabalham com métodos próprios em direção do mesmo objetivo. Os governos podem ajudar, fornecendo quadros políticos domésticos eficientes abrangendo uma política macroeconômica estável, o tratamento não discriminatório das firmas, a regulamentação e supervisão prudencial apropriadas, um sistema imparcial de tribunais e de aplicação da lei, bem como uma administração pública honesta e eficiente. Os governos também podem ajudar mantendo e promovendo padrões apropriados e políticas de suporte ao desenvolvimento sustentável, e empenhando-se nas reformas em andamento para garantir a eficiência e eficácia da atividade do setor público. Os governos aderentes às Linhas Diretrizes comprometem-se na melhoria contínua de ambas as políticas doméstica e internacional na intenção de melhorar o bem-estar e os padrões de vida de todos.

A natureza, extensão e velocidade das mudanças econômicas constituíram um novo desafio econômico para as empresas e as partes interessadas. As empresas multinacionais têm a oportunidade de implementar melhores práticas políticas no domínio do desenvolvimento sustentável, procurando garantir coerência entre os objetivos sociais, econômicos e ambientais. As capacidades das empresas multinacionais em promoverem o desenvolvimento sustentável são grandemente reforçadas quando o investimento e o comércio são realizados em contexto de mercado aberto, concorrencial e adequadamente regulado. Muitas empresas multinacionais comprovaram que o respeito de padrões elevados de conduta empresarial podia acelerar o crescimento. As atuais forças concorrenciais são intensas e as empresas multinacionais são confrontadas a uma série de disposições legais, sociais e regulamentares. Neste contexto, algumas empresas podem querer negligenciar os padrões e princípios de conduta adequados na tentativa de adquirir vantagens concorrenciais indevidas. Tais práticas por parte de algumas podem pôr em questão a reputação das outras e provocar a ampliação das preocupações do público.

Muitas empresas responderam a estas preocupações do público desenvolvendo programas internos, sistemas de orientação e gerenciamento que constituem a base de seu compromisso para com a cidadania empresarial, as boas práticas e a boa conduta da empresa e dos empregados. Algumas delas recorreram a serviços de consulta, auditoria e certificação, contribuindo para a expansão da perícia nessas áreas. Estes esforços também promoveram o diálogo social sobre o que constitui a boa conduta empresarial. As Linhas

Diretrizes esclarecem as expectativas compartilhadas sobre a conduta empresarial dos governos aderentes a essas Linhas Diretrizes, e fornecem às empresas um ponto de referência. Por conseguinte, as Linhas Diretrizes vêm completar e reforçar os esforços privados para definir e implementar uma conduta empresarial responsável. Firms internacionais experimentaram modificações estruturais de grande alcance, e as próprias Linhas Diretrizes evoluíram para refletir estas mudanças. Com o aumento das indústrias de serviços e de conhecimento intensivo, as empresas de serviços e de tecnologia penetraram no mercado internacional. Empresas importantes ainda representam a maior parte do investimento nacional, e a tendência é para fusões internacionais de grande porte. Ao mesmo tempo, o investimento estrangeiro das pequenas e médias empresas também aumentou, e estas empresas desempenham hoje um papel significativo no palco internacional. Empresas multinacionais, como seus equivalentes domésticos, evoluíram para abranger um maior leque de disposições empresariais e de formas organizacionais. Alianças estratégicas e relações mais estreitas com fornecedores e contratantes tendem a ocultar as fronteiras empresariais.

A rápida evolução na estrutura das empresas multinacionais também se reflete nas operações realizadas em países em desenvolvimento, nos quais o investimento estrangeiro direto cresceu rápido. Nos países em desenvolvimento, as empresas multinacionais diversificaram suas atividades, passando da produção primária e da indústria extrativa para o setor manufatureiro e da montagem, o desenvolvimento do mercado doméstico e dos serviços. As atividades das empresas multinacionais, através do comércio e investimento internacionais, fortaleceram e intensificaram os laços que ligam as economias dos países da OCDE entre si e com o resto do mundo. Estas atividades trazem benefícios substanciais aos países de origem destas empresas bem como aos países receptores. Estes benefícios crescem quando as empresas multinacionais propiciam produtos e serviços que os consumidores querem comprar a preços competitivos, e quando elas proporcionam um justo retorno aos fornecedores de capital. Suas atividades de investimento e comércio contribuem para o uso eficiente do capital, da tecnologia, e dos recursos humanos e naturais. Facilitam a transferência de tecnologia entre as regiões do mundo e o desenvolvimento de tecnologias que refletem as condições locais. As

empresas, através da formação teórica e da aprendizagem prática, também promovem o desenvolvimento do capital humano nos países hóspedes.

Portanto, as Linhas Diretrizes são recomendações dos governos à atenção das empresas multinacionais. Fornecem princípios voluntários e padrões para uma conduta empresarial responsável e consistente com as leis adotadas. As Linhas Diretrizes objetivam assegurar que as atividades destas empresas estejam em harmonia com as políticas governamentais, de modo a fortalecer as bases de uma confiança mútua entre as empresas e as sociedades nas quais elas realizam operações, ajudar a melhorar o clima para investimentos estrangeiros e contribuir para um desenvolvimento sustentável produzido pelas empresas multinacionais. As Linhas Diretrizes fazem parte da Declaração da OCDE sobre o Investimento Internacional e as Empresas Multinacionais, os outros elementos sendo relacionados com o tratamento nacional, os requisitos contraditórios impostos às empresas, e os incentivos e desincentivos ao investimento internacional.

Como mencionamos anteriormente, as Linhas Diretrizes são recomendações conjuntamente dirigidas pelos governos às empresas multinacionais. Fornecem princípios voluntários e padrões de boa conduta consistente com as leis adotadas. A observância das Linhas Diretrizes pelas empresas é voluntária, não é legalmente aplicável.

Na medida em que as operações realizadas por empresas multinacionais crescem pelo mundo, a cooperação internacional neste campo deverá alcançar todos os países. Os governos aderentes a essas Linhas Diretrizes encorajam as empresas realizando operações no seu território a observarem as Linhas Diretrizes onde atuarem. Os governos aderentes às Linhas Diretrizes irão promovê-las e incentivar sua utilização. Estabelecerão Pontos de Contato Nacionais para promoverem as Linhas Diretrizes e atuarem enquanto fórum de discussão para todos os assuntos relativos às Linhas Diretrizes. Os Governos aderentes também participarão dos procedimentos adequados de revisão e consulta para tratar das questões relativas à interpretação das Linhas Diretrizes em um mundo em mutação.

As empresas deverão levar plenamente em conta as políticas estabelecidas nos países onde realizam suas operações, e tomar em consideração o ponto de vista das outras partes interessadas. Neste aspecto, as empresas deverão:

1. Contribuir para o progresso econômico, social e ambiental com o propósito de chegar ao desenvolvimento sustentável.
2. Respeitar os direitos humanos daqueles envolvidos nas atividades destas empresas, consistentes com as obrigações e os compromissos internacionais do governo hóspede.
3. Estimular o fortalecimento das capacidades locais, através de uma estreita cooperação com a comunidade local, incluindo interesses empresariais, bem como a expansão das atividades da empresa nos mercados doméstico e internacional, compatíveis com a necessidade de boas práticas comerciais.
4. Incentivar a formação do capital humano, criando em particular oportunidades de empregos e facilitando o acesso dos trabalhadores à formação profissional.
5. Abster-se de procurar ou aceitar isenções que não constem do quadro estatutário ou regulamentar em relação ao meio ambiente, à saúde, à segurança, ao trabalho, aos impostos, aos incentivos financeiros ou a outras questões.
6. Respaldar e manter bons princípios de governança corporativa, e desenvolver e aplicar boas práticas de governança corporativa.
7. Desenvolver e aplicar práticas autoreguladoras eficazes e sistemas de gestão que fomentem uma relação de confiança mútua entre as empresas e as sociedades nas quais realizam suas operações.
8. Promover a sensibilização dos trabalhadores quanto à política empresarial mediante a apropriada difusão desta política, recorrendo inclusive a programas de formação profissional.
9. Abster-se de ação discriminatória ou disciplinar contra os empregados que fizerem relatórios sérios à diretoria ou, quando apropriado, às autoridades públicas competentes, sobre as práticas transgredindo a lei, as Linhas Diretrizes ou a política empresarial.
10. Encorajar, quando possível, os sócios empresariais, incluindo provedores e serviços terceirizados, a aplicarem princípios de conduta empresarial consistentes com as Linhas Diretrizes.
11. Abster-se de qualquer envolvimento abusivo nas atividades políticas locais.

Com relação à divulgação:

1. As empresas deverão garantir a divulgação de informações oportunas, regulares, confiáveis e relevantes sobre suas atividades, estrutura, situação financeira e performance. Estas informações deverão ser divulgadas em nome da empresa como um todo e, quando apropriado, segundo setores de atividade ou áreas geográficas. As políticas de divulgação das empresas deverão ser adaptadas à natureza, porte e localização da empresa, levando plenamente em conta os custos, a confidencialidade empresarial e outras questões concorrenciais.

2. As empresas deverão aplicar padrões de elevada qualidade para a divulgação, contabilidade, e auditoria. As empresas são ainda encorajadas a aplicar padrões de elevada qualidade às informações não financeiras, incluindo aos relatórios ambientais e sociais quando existirem. Deverão ser comunicados os padrões ou as políticas em virtude das quais as informações financeiras e não financeiras são elaboradas e publicadas.

3. As empresas deverão divulgar informações básicas mostrando seu nome, localização e estrutura, o nome, endereço e número de telefone da controladora e das principais filiais, a porcentagem de seu capital direto ou indireto nestas filiais, incluindo a participação acionária de cada.

4. As empresas também deverão divulgar informações materiais sobre:

- Resultados financeiros e correntes da empresa;
- Objetivos empresariais;
- Acionistas majoritários e direitos a voto;
- Membros do Conselho de Administração e principais executivos, bem como sua remuneração;
- Fatores de riscos materiais previsíveis;
- Questões materiais relativas aos empregados e outros interessados;
- Políticas e estruturas de gestão;
- As empresas são incentivadas a comunicarem informação adicional que possa incluir:

a) Declarações de valor ou declarações de conduta empresarial destinada a ser divulgadas ao público, incluindo informações relativas às políticas sociais, ética, e ambiental da empresa, e outros códigos de conduta aos quais subscrevem as empresas. Além disto, podem ser comunicados a data em que estes foram adotados, os países e as entidades aos quais são aplicáveis, assim como sua performance em relação a essas declarações;

b) Informações sobre os modos de gerenciar os riscos e de cumprir as leis, e sobre as declarações ou os códigos de conduta empresarial;

c) Informação sobre as relações com os empregados e outros interessados.

Como a abordagem do nosso estudo é a governança corporativa, abordaremos, portanto, de que maneira ela está influenciando a evolução das aberturas de capitais das companhias no período analisado.

Existem princípios gerais de governança corporativa que visam promover a estabilidade do sistema financeiro em âmbito global. Os princípios da OCDE que são prioritários nesse processo de reforma são: *Tratamento adequado aos direitos de voto, tratamento justo aos acionistas nas hipóteses de mudança no controle societário e fechamento de capital, garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento de divulgação de operações com partes relacionadas, desenvolvimento de conselhos de administração eficientes, aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica reguladora e cooperação contínua de âmbito regional, isto é pessoas interessadas em governança corporativa devem supervisionar a implementação das recomendações.*¹⁷

Além disso, tem-se observado que empresas e investidores atuantes na América Latina desenvolveram políticas que abrangem a qualidade da governança corporativa como critério para operações e tomada de decisões de investimento. O Setor privado na América Latina está percebendo que a boa governança corporativa é fundamental ao crescimento.

Ela é reconhecida como uma das questões de ordem pública cuja importância cresce rapidamente na região, tendo no setor privado um instrumento efetivo para a promoção do bem estar social. Os países na América Latina passaram cada vez mais depender do setor privado para criar novas oportunidades de emprego, gerar receita fiscal e fornecer produtos e serviços aos consumidores. “A criação de empregos, o desenvolvimento de tecnologia, a competitividade internacional das economias latino – americanas fundamentar –se sobre uma base não engessada por elevados custos de capital e capazes de adaptar as boas práticas administrativas e de governança corporativa ao seu contexto local”. Os debates públicos sobre governança na América Latina e em todo o mundo, concentram-se nas sociedades de capital aberto e nas empresas que, embora de capital fechado, têm potencial de abertura de seu capital a curto prazo.

Porém, a boa governança corporativa constitui também, motivo relevante de preocupação para as sociedades de capital fechado, pois a maior parte delas dependem de autofinanciamento, de operações de *private equity* e do sistema bancário para levantar.

Recursos necessários a sua expansão e crescimento.As sociedades de capital fechado, em geral são empresas familiares ou de propriedade de seus próprios fundadores, devem adotar práticas coerentes de contabilidade e auditoria, bem como controles adequados de administração e planejamento estratégico, se quiserem preservar sua competitividade. Tal fato ganha especial dimensão na América Latina, já que o futuro econômico na região dependerá, em alto grau, do sucesso de empresas de pequeno e médio porte.E é esse aspecto que iremos focar, a relação de governança corporativa com o crescimento dos IPOs que estão tendo ultimamente não só aqui no Brasil, mas também em países como Argentina, Chile e México¹⁸.

18: OECD GUIDELINES FOR MULTINATIONAL ENTERPRISES *OVERVIEW*

3.0 – Panorama Brasileiro Recente (2000 – 2006)

Antes de entrarmos nas características de governança corporativa do mercado brasileiro irei fazer uma descrição do que é a governança corporativa, quais são os principais conflitos de interesse, qual o fundamento da sua implementação, qual o objetivo da sua adoção e o que ela tem proporcionado.

Podemos definir Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento.

Após a abertura de capital, a empresa deverá seguir um roteiro de regra de conduta, a qual busca lidar com problemas relacionados a conflitos de interesse entre os proprietários de capitais (acionistas), os administradores das empresas (gestores) e demais *stakeholders*.

A implementação de sistemas de Governança Corporativa é uma tendência mundial, que visa diminuir assimetrias de informação entre o mercado e as empresas. A prática dessa política proporciona um menor risco para os investidores, gerando uma melhor precificação das ações e incentivando novas aberturas de capitais. Essas regras de conduta devem ser usadas como mais um instrumento de controle e de fiscalização das ações executadas pelos gestores das empresas. As conseqüências da adoção desses procedimentos podem trazer outros benefícios aos acionistas e a própria empresa.

A Bovespa com a finalidade de resolver tais conflitos criou em dezembro de 2000 três níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A criação dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” visa, dar mais credibilidade ao mercado de capitais através do aumento da transparência nas atitudes das empresas de capital aberto. O site www.ibgc.org.br (2004) complementa quando estabelece que tal instrumento de gestão pode ser aplicado a qualquer tipo de organização, empresas de quotas de responsabilidades limitadas, sociedades anônimas de capital fechado ou aberto, em bolsa ou em mercado de balcão organizado.

O modelo empresarial brasileiro encontra-se em transição. As grandes empresas nacionais eram em sua maioria, de administração exclusivamente familiar e a inaptidão

fez com que muitas dessas empresas fossem levadas à falência. Este cenário está mudando, aos poucos, com o repasse a mãos profissionais, Conselhos de Administração e participação de acionistas, com vistas na eficiência da gestão e continuidade do negócio.

Alguns dos principais fatores relacionados a essa migração foram movimentos como a das privatizações, das fusões e aquisições, o impacto da globalização, a constante necessidade de financiamento, e conseqüentemente, o alto custo do capital para enfrentar a competição no mercado.

A governança traz à tona a consideração de dois pontos de vista: o externo, quando observa o mercado e protege os acionistas; e o interno, estando relacionado à gestão dinâmica de recursos, estrutura, procedimentos, princípios e processos decisórios (chamada gestão colaborativa), o que facilita a rápida resposta às constantes mudanças ambientais.

Numa conjuntura em que investidores institucionais, autoridades reguladoras, imprensa financeira e ameaças de ações judiciais são fatores de pressão sobre os conselhos de administração, os conselheiros buscam cada vez mais meios práticos de exercer uma supervisão estratégica (Harvard Business Review, 2001).

Segundo o estudo publicado da McKinsey & Korn/Ferry (2001)¹⁹, o modelo de governança corporativa em voga no Brasil é caracterizado por uma forte concentração da propriedade em acionistas majoritários, deixando os minoritários com pouca participação ativa. O mesmo estudo prevê um “modelo emergente” que inverte esta situação, mas ainda assim existindo sobreposição de poderes.

A adoção dos princípios da *Sox* e das melhores práticas de governança corporativa, mesmo nas empresas não listadas na *Security and Exchange Commission* (SEC), pode levá-las a alcançar melhores resultados, como:

- Melhora na imagem institucional da empresa, facilitando o acesso a crédito, com um custo mais baixo de captação;
- Melhora na gestão da empresa e no desenvolvimento de produtos e serviços;
- Garantia da representatividade dos acionistas;

- Facilitação do processo de sucessão;
- Redução de atritos entre o Conselho de Administração e a Diretoria;
- Abertura de recursos a crédito no mercado internacional e melhora na saúde financeira da empresa.

3.1 – Governança Corporativa no Brasil – Características do Novo Mercado, Nível 1 e 2;

Nível 1 ²⁰ :

As empresas listadas no nível 1 de governança têm compromisso com algumas melhorias na divulgação de informações ao mercado.

- 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 da qualidade das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa;

Nível 2 ²¹ :

Para adesão da empresa ao Nível 2, ela deverá adotar, além das práticas do Nível 1, ter uma ampla política de direitos aos acionistas minoritários.

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;

- Disponibilização de balanço anual seguindo as normais internacionais US GAAP ou IAS; Extensão para os acionistas preferenciais das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia de no mínimo 70% do preço conseguido pelos controladores (*tag along*);
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- 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;
- Adesão à Câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários;

Novo Mercado²²

É o nível rígido de Governança Coporativa na Bovespa. No Novo Mercado, além das regras já adotadas pelo Nível 1 e Nível 2, a empresa só poderá emitir ações ordinárias, conferindo uma relação praticamente igualitária entre minoritários e controladores, onde será concedido 100% de *tag along* em caso de venda das ações do sócio controlador.

Uma empresa nova não poderá ser listada na Bovespa sem estar pelo menos no Nível 1 .

Há uma demanda crescente dos investidores, exigindo mais atenção e transparência da parte da empresa. Simultaneamente, as empresas demonstram crescente interesse em adotar práticas de Governança Coporativa, pela razão de melhora do desempenho, redução do custo de captação e alta no preço das ações, pois empresas que tem boas práticas de Governança Coporativa suas ações em bolsa tendem a ser mais valorizadas.

22 : Bovespa

3.2 - Descrição e análise do Mercado de Capitais Brasileiro após criação do Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança;

A atual configuração da economia mundial, cada vez mais integrada, exige um novo posicionamento das empresas brasileiras. O alto custo de captação de recursos para o financiamento de projetos e o ineficiente sistema tributário, aliado à escassez de poupança interna no país, dificultam o financiamento das companhias nacionais.

O mercado de capitais deveria aparecer como alternativa a estas limitações. Contudo, a despeito de todos os benefícios obtidos por meio da condição de companhia aberta, o número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil vinha diminuindo. Diante deste quadro de enfraquecimento do nosso mercado de capitais, a BOVESPA buscou diagnosticar causas e encontrar caminhos para a sua superação. Sobretudo, era necessário encontrar saídas que independessem das grandes reformas estruturais ainda por terminar – tributária, da previdência e do Judiciário, além da própria alteração da Lei das S/A, só recentemente concluída. A Bovespa procurou instrumentos que pudessem ser acionados por ela, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro. Estas foram às motivações que propiciaram a origem do Novo Mercado, anunciado em dezembro de 2000 como um segmento especial de listagem dentro da Bovespa. O Novo Mercado foi criado para tentar sanar os problemas que tínhamos anteriormente, como dar transparência de informação ao mercado, com isso fortalecer o mercado de capitais, pois no momento em que as empresas compartilham informações, boas práticas de governança, diante de uma maior transparência, prestação de contas e equidade no tratamento dos seus acionistas, neste momento, as empresas que aderirem a esse sistema, estarão ajudando o fortalecimento do mercado de capitais. Pois, foi observado que quando há uma adesão do mercado, ou de empresas que se enquadram nessas boas práticas de Governança, o que é o caso do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, em geral ocorre maior valorização dos papéis, aumento do volume de negociações e aumento da liquidez, logo há um fortalecimento do Mercado de Capitais.

Baseado num estudo “Legal Determinants of External Finance” (1997), de um grupo de professores da Universidade de Harvard, entre os quais Rafael La Porta, corrobora esta hipótese, ao constatar que quanto mais forte a regulamentação de um país quanto à proteção aos direitos dos acionistas, mais forte tende a ser seu mercado acionário. Segundo o estudo, as médias de três indicadores do grau de desenvolvimento do mercado – Capitalização de Mercado/PIB, Empresas/Milhão de habitantes e Número de IPOs/ Milhão de habitantes - dos países que garantem maior proteção aos acionistas são, em geral, superiores àquelas dos países em que estes direitos são menores.

Em um outro estudo de Rocca (2001)²³, onde nesse estudo apresenta outras evidências de estudos internacionais e conclui – se que :

- Baixa proteção a investidores inibe o mercado e eleva os custos das empresas;
- O desenvolvimento do mercado de capitais é correlacionado com proteção ao investidor;
- A proteção a acionistas minoritários pode ser decomposta em três elementos:
 - Conjunto de regras e leis (Governança Corporativa)
 - Transparência: Disponibiliza um fluxo contínuo de informações relevantes que permita aos minoritários e credores avaliar se seus direitos e a qualidade de seus investimentos estão sendo observados.
 - Aplicação da lei: potencial que os agentes tem para fazer com que seus direitos legais sejam de fato respeitados.

Portanto, foi constatado em pesquisas acadêmicas que boas práticas de Governança ajudaram a desenvolver o mercado de capitais, já que diante de uma maior transparência, prestação de contas e equidade no tratamento dos acionistas, foi observada uma maior valoração das ações, aumento do volume de negociações e aumento de liquidez. Em mercados emergentes, como o Brasil, a Governança Corporativa tem a ver com a proteção ao direito minoritário, diferente do seu foco tradicional ²⁴.

23 : Rocca (2001)

24: Revista Bovespa

“Na reportagem do Jornal Valor Econômico do dia 26 de junho de 2006 , nos diz que a Bovespa vem adotando alguns índices que diferenciam as companhias segundo sua transparência e o respeito ao minoritário . O Brasil é o único na América Latina a adotar tais medidas. A distinção proporciona às ações dessas companhias maior procura e liquidez , uma vez que os investidores contam com proteção contra o prejuízo em eventual troca de controle da companhia , desvio de receitas para os controladores , entre outras medidas que podem vir a ser praticada contra os minoritários .Foi discutido na 7ª Mesa Redonda (OCDE) , realizada em Buenos Aires e o consenso que foi chegado é que Governança Corporativa é sim importante para que as empresas atraiam investidores globais e tenham bom desempenho em Bolsa . Portanto, adotar princípios mundiais de governança é muito importante, pois empresas brasileiras, argentinas, chilenas ou mexicanas concorrem por investimentos com companhias americanas ou européias.A Governança Corporativa foi um importante fator para a América Latina não ter ficado de fora na onda do crescimento recente de investimentos”.

Não há uma conclusão clara, porém do quanto a governança gera em valor para os acionistas, mas os indícios nos levam a crer que há uma forte correlação entre práticas de governança e valorização dos preços das ações.O fato é que de 76 empresas nos níveis especiais (Nível 1, 2 e Novo Mercado), de um total de 382 companhias listadas na Bovespa, estas representam mais de 55% dos números de negócios, contudo prova que esses papéis passam a ser mais procurados. Portanto, liquidez maior se reflete em um valor maior das ações, segundo Revista Bovespa N°98.

Além do Ibovespa , foram criados mais alguns índices que são compostos por grupos de empresas que visam acima de tudo demonstrar ao mercado boas práticas de governança corporativa . Estes índices são: IGC e ITAG

ITAG²⁵ - Índice de Ações com Tag Along Diferenciado tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que ofereçam melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle.

IGC²⁶ - 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.

Os dois principais índices que medem a valorização das companhias adeptas da boa governança têm superado o Ibovespa, termômetro das mais negociadas. O IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), que reúne todas aquelas listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2, valorizou-se 27,2% ao ano, em média, desde 2001. No mesmo período, o Ibovespa cresceu 22,8% ao ano. O Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG), que inclui ações com melhores condições aos acionistas minoritários em caso de alienação de controle, aumentou 54,3% ao ano desde 2002, quando foi criado. Desde então, o Ibovespa subiu 35,5% ao ano. Ver anexo. Essa valorização acima da média reflete também a entrada bem-sucedida de novas companhias nos níveis diferenciados da Bolsa e a emissão de ações em lançamentos primários e secundários. Desde fevereiro de 2002, quando a empresa de concessões rodoviárias CCR aderiu ao Novo Mercado, foram levantados recursos de R\$ 29,7 bilhões em 44 distribuições. Nas ofertas iniciais (IPOs) do Novo Mercado, muitas vezes o preço pago pelos investidores em relação ao valor patrimonial das ações embutiu múltiplos muito superiores aos praticados até então nos papéis de outras companhias, como foi o caso da fabricante de cosmético Natura. E apenas seis das 23 adeptas do Novo Mercado tiveram desempenho inferior ao do Ibovespa desde a estréia. Tudo somado, as 70 empresas com governança diferenciada ganharam destaque e alcançaram um valor de mercado de R\$ 627 bilhões em março passado. Elas já representam 49% da capitalização bursátil total, de R\$ 1,3 trilhão²⁷.

“A principal premissa dos pesquisadores é que as empresas com boa governança são mais procuradas pelos investidores, o que resulta na redução do seu custo de capital e na valorização de suas ações. Evidências nesse sentido foram levantadas por Leora Klaper e Inessa Love, em 2004, ao analisarem 374 grupos em 14 países emergentes, a partir de um índice criado pelo Credit Lyonnais Securities Asia. Outros acadêmicos também notaram a correlação positiva da boa governança e o valor de mercado em países como Estados Unidos, Suíça, Coréia do Sul, China e Brasil”²⁸.

25 -26 : Bovespa

27-28 : Revista Bovespa

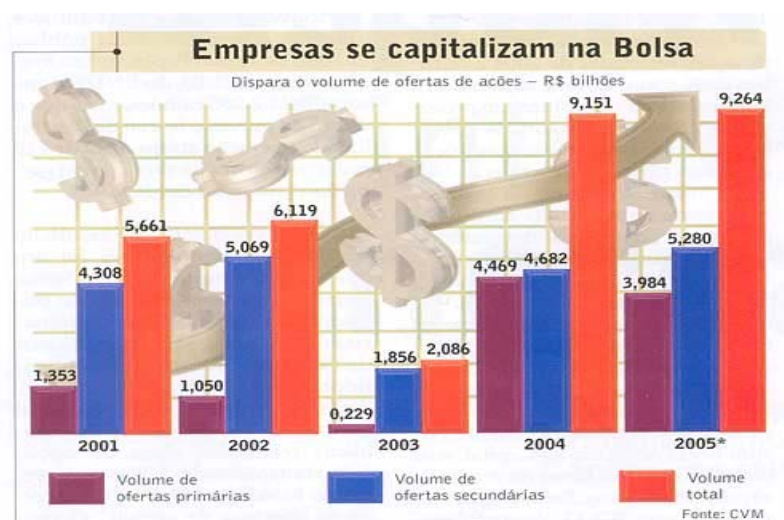
Dentre os benefícios, estão: O aprimoramento do processo decisório da alta gestão e a separação clara de papéis entre acionistas, conselheiros e executivos. Também ocorre uma melhoria dos mecanismos de avaliação de desempenho e recompensa dos executivos e uma diminuição da probabilidade de ocorrência de fraudes e corrupção. E, ainda, a maior institucionalização e a melhora da imagem da companhia. Questões desse tipo são levadas em consideração pelos investidores de longo prazo, especialmente os institucionais, quando definem quanto estão dispostos a pagar por uma determinada ação. O mercado, para formar o preço, funciona como uma “máquina de prêmio-desconto”, segundo Monforte. “O fator determinante é o risco do negócio. Conforme a percepção do risco maior ou menor, o investidor estabelece descontos ou prêmios para as ações de determinadas empresas”, afirma. “A governança bem instalada leva a uma percepção de risco menor de expropriação por parte dos acionistas que não são controladores ou não estão na gestão”. Daí a redução das taxas de descontos e a ocorrência de prêmios nas ações das companhias bem avaliadas pelo mercado. Atualmente, dada à evolução da governança corporativa no Brasil e no mundo nos últimos cinco anos, dificilmente uma companhia consegue abrir capital e levantar recursos em Bolsa sem ingressar no nível mais exigente de listagem, o Novo Mercado. Somente empresas com 100% do capital em ações ordinárias (com direito a voto) podem ser listadas nesse segmento da Bovespa. A regra “uma ação, um voto” contribui para o alinhamento de interesses entre controladores e minoritários, o que gera valor para os acionistas. “A governança corporativa é pré-condição”. A empresa precisa ter uma boa razão para não oferecer as garantias do Novo Mercado e ter sucesso numa captação²⁹.

29 : Revista Bovespa

3.3 - Análise do número e volume financeiro das Ofertas Públicas no Brasil

A partir de dados extraídos da CVM e da Bovespa concluímos que no período em análise, percebemos claro aumento nos números de ofertas públicas. Por exemplo, em 2005 o volume total das ofertas foi por volta de R\$13,4 bilhões, já em 2006 até o mês de setembro o volume total das ofertas foi cerca de R\$19,1 bilhões. Também podemos observar com nitidez pelo quadro da CVM que o montante de operações de debêntures ainda supera e muito o número de registro e o volume negociado das ações, no período analisado.

Nos quadros extraídos da Bovespa, constatamos que houveram em 2005 : 20 ofertas públicas com volume total da distribuição de R\$16,2 bilhões, sendo que R\$13,4 bilhões foi o volume da oferta brasileira. Em 2006, os números tiveram uma grande ascensão : De 20 ofertas públicas em 2005 passou para 27 ofertas públicas até setembro de 2006. O volume da oferta total foi de : R\$20,2 bilhões e o volume da oferta brasileira de R\$13,4 bilhões foi para R\$19,1 bilhões até setembro de 2006. Podemos verificar que estamos em pleno período de captação, nunca se a Bovespa registrou um histórico destes, tanto em volume transacionado quanto número de empresas que se candidataram a fazer ofertas públicas, vide anexo.



Fonte: Bovespa

Como o nosso foco neste trabalho é mercado de ações , então iremos olhar esses números referente à ações, no quadro da CVM. Portanto , podemos observar que o nosso mercado está cada vez mais aquecido desde implementação desses Novos Níveis de Governança , com exceção do ano de 2003 , os demais anos só foram de ascendência quanto a capitalização na Bolsa . E a tendência é de continuar com esse fôlego , enquanto houver liquidez internacional e também enquanto nosso Mercado continuar doando transparência para os investidores .

IPOs realizados (2000 – 2006)*

2000

IDEIASNET S.A.

Emissão de 3.000.000 de ações ON, no montante de R\$ 33.000.000,00.

Código: IDNT

2001

MEHIR HOLDINGS S.A.

Emissão de 700.000 ações ON e 1.400.000 PN, no montante de R\$ 2.100.000,00.

Código: MEHH

2002

CIA. CONCESSÕES RODOVIÁRIAS

Emissão de 16.963.601 ações ON, no montante de R\$ 305.344.818,00.

Código: CCRO

2003

Não houve.

* Fonte - Bovespa

Fonte : Bovespa

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2006	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	41	7
	MMX	Novo Mercado	Primária	1.119	35	18
	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	52	5.514
	GP Investments	BDR	Primária	706	49	2.373
	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	55	11.453
	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	35	3
	CSU	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453
	Equatorial	Nível 2	Mista	540	56	7.521
	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	57	16.322
	Company	Novo Mercado	Mista	282	55	13.166
	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	57	14.028
	Copasa	Novo Mercado	Mista	813	55	13.166
	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2	Mista	625	56	13.234
	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	52	9.079
	Banco Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	54	7.666
	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	42	1.084
	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	44	468
	TAM	Nível 2	Mista	548	48	1.212
	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	48	809
	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	52	4.022
2004	Renar Maçãs	Novo Mercado	Primária	16	42	1.698
	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
	ALL	Nível 2	Mista	588	33	3.425
	Gol	Nível 2	Mista	878	40	11.397
Natura	Novo Mercado	Secundária	768	32	4.445	

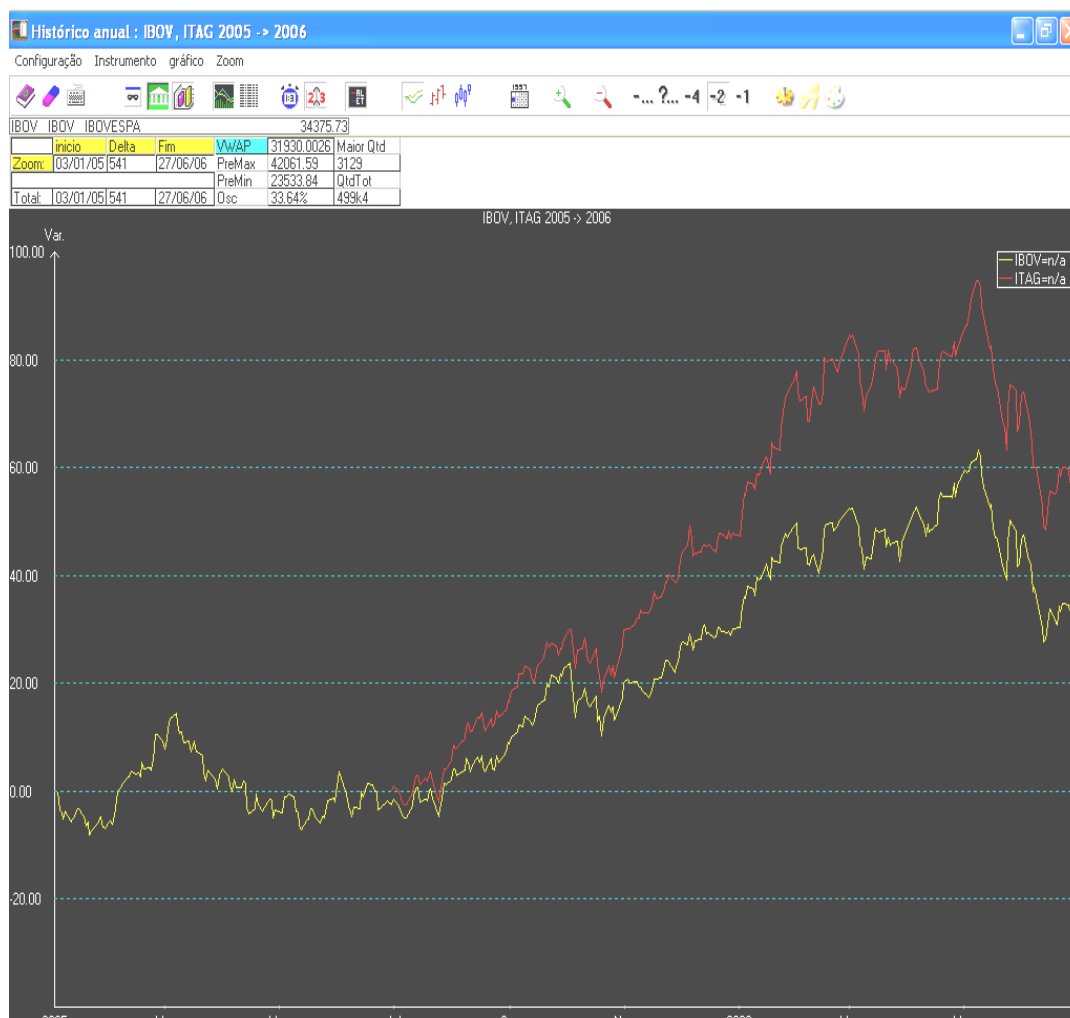
1. Volume financeiro total da operação

2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição

3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

Através destes dados fornecidos pela Bovespa dos números de IPOs realizados no Brasil recentemente (2000-2006), podemos perceber claramente que a partir de 2004 houve uma aceleração das aberturas de capitais das empresas. Em 2006, até o final de setembro registramos um total de 14 IPOs, montante este que supera o total do ano de 2005.

IBOVESPA X ITAG



Como podemos perceber sempre o ITAG superou o Ibovespa em termos de rentabilidade, o que corrobora a nossa afirmação que práticas de governança reflete na valorização das ações de empresas que aderem a essas práticas.

IBOVESPA X IGC



Como podemos perceber sempre o IGC superou o Ibovespa, a explicação é a mesma que foi dada ao ITAG. Uma vez que ITAG e o IGC são dois índices criados e eles são compostos por empresas que aderiram as práticas de governança.

4.0: Panorama na América Latina (Argentina, Chile e México).

4.1: Características dos Mercados Latinos Americanos (Argentina, Chile e México).

4.1.1 - México

O Governo mexicano a cerca de 15 anos vem implementando algumas mudanças com relação a sua atuação na economia. A política de substituição de importações por exportações permitiu que outras medidas pudessem “pegar carona” nessa nova fase de mudanças da economia mexicana, que é o caso das políticas de livre comércio com admissão do México no GATT, assim como no NAFTA em 1993. A partir daí, o México começou a assinar tratados comerciais de livre comércio com o Chile, União Européia, América Central e Israel. Outra medida do Governo que vem a complementar essas séries de medidas foi política de privatização das empresas. Vendendo a Telmex, Companhia Nacional de Telefonia, bancos, siderúrgicas e várias outras empresas do ramo industrial e da agrícola também. Estas medidas tomadas pelo Governo são exclusivamente para que o México viesse a alcançar uma política de regulamentação ótima. Isto significa que, uma vez alcançada, seria possível vir a eliminar a burocracia dos processos. Estas mudanças têm reduzido a intervenção do Estado na economia e tem aumentado a importância da governança corporativa.

O México tem uma cultura de empresas familiares, onde os membros da família que assumem o controle das empresas, estes são apelidados de compadres. A revisão de uma pesquisa de Husted e Serrano (2001) avaliou a informação que dentre 90 grandes companhias mexicanas, 53% delas revelaram ter como diretores executivos relação de compadres³⁰; benefícios aos familiares dos seus trabalhadores. Entretanto, com a globalização dos mercados começaram a existir intensas pressões competitivas e então as empresas foram forçadas a cortar esses benefícios para reduzir custos.

30 Husted e Serrano (2001)

O Mercado Financeiro no México ainda é pequeno e está buscando desenvolvimento, se compararmos com o Mercado Financeiro americano. O mercado de títulos mexicano (CETES treasury notes) em 2001, respondia por quase 97% do movimento diário da Bolsa de Valores do México (BMV), enquanto isso só 3% das negociações são referentes aos negócios com ações. Uma importante justificativa para esta situação é a falta de uma forte regulamentação para o mercado de capitais mexicano. São poucas as empresas no México que são de capital aberto que negociam suas ações em bolsa. O índice da Bolsa mexicana, o IPC é muito concentrado em determinados setores. Por exemplo, 26% das negociações do índice são da empresa Telmex. Quase 60% do IPC, índice da bolsa mexicana, é composto por apenas cinco empresas, que são: Telmex, Banamex – Accival, Telecom, Wal Mart do México e Cemex. O que propicia maior vulnerabilidade do mercado com relação ao desempenho desses poucos setores, o que quero dizer é que tem pouca diversificação³¹.

Mas apesar desses fatos, o México tem se esforçado nesses últimos anos, devido à era da Globalização de Livre Comércio em desenvolver regulamentações que pudessem equilibrar o mercado. Hoje, o México conseguiu através da revolução de suas estruturas legais obter o grau de investment grade e com isso tem atraído mais capitais para o país e a consequência disso é o aquecimento do mercado de capitais mexicanos, a comprovação disto é percebido no percentual da conta de investimento em ações, que em 2006 representam cerca de 10% e em 2001, o montante era de 3% ³². Analogamente, podemos estender esta análise para a conta de investimento em títulos públicos e privados, que em agosto de 2006 este percentual apresentou uma redução se compararmos com o período de 2001. Porém, o investimento em títulos públicos e privados ainda é predominante sobre os investimentos no mercado acionário no México, pois o processo é moroso.

31 -32 : BMV – Bolsa Mexicana de Valores

Na América Latina, o México é um dos únicos países que possuem o *Investment Grade*, só o México e o Chile possuem. A Bolsa Mexicana de Valores tem em seus registros 137 companhias abertas, as quais estão cadastradas na BMV, porém destas empresas cadastradas na BMV, nem todas as empresas estão autorizadas a negociar suas ações em bolsa. Porque existe um questionário anual, o qual foi implementado a partir de 2004, afim de verificar, se as empresas estão seguindo as recomendações da BMV e caso elas não se enquadrem, elas são suspensas de negociar seus ativos em bolsa³³. As recomendações são: Capital Social igual ou maior a 15 milhões de UDIS, ter um mínimo de 36 operações nos últimos seis meses, a ação deverá ter um preço médio maior que \$1,00 por ação, ter um mínimo de 100 investidores, colocar no mínimo 8 milhões entre o investidor público, manter pelo menos 12% de *free float* e seguir o manual de Governança Corporativa (Manual de melhores Práticas Corporativas)³⁴.

Estas pressões se iniciaram em 1999 com a publicação do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo Conselho Coordenador Empresarial. Em janeiro de 2001, a CNBV exigiu que todas as empresas listadas em bolsa se comprometessem com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, isto é, que cada empresa publicasse anualmente um relatório sobre seus números. Entretanto, esta rigidez só começou em 2004 quando a BMV resolveu que as empresas seriam obrigadas a colocarem em prática tudo o que o CNBV dizia e isto só se deu quando a BMV resolveu dar uma punição, caso as empresas não cumprissem o código.

Entretanto, foi a estabilidade econômica e o crescimento econômico que propiciaram o aumento da necessidade de recursos das empresas. O controle da inflação favorece taxas baixas de juros. O México vive um período onde tem baixas taxas de juros e inflação em patamares reduzidos. A capacidade de absorção dos investidores é maior. O número de negócios, nível de preços e taxaço no mercado acionário reativaram as colocações em 2004 e 2005. Durante 2005, o mercado acionário financiou a entrada de novas empresas e o total do montante negociado por essas empresas foi de 26,7 bilhões

de pesos, bem acima do volume negociado em 2004 que foram de 10,1 bilhões de 2004. Ao final de 2005, tinham registradas 131 emissoras de ações³⁵. O ano de 2005 foi um ano de inovações, os intermediários bursáteis estavam desenvolvendo novos esquemas fiduciários e bursáteis, assim como a de distribuição de ofertas acionárias, e deste modo favoreceu o Mercado de Capitais do México. A Nova Lei do Mercado de Ações é a criação da Sociedade Anônima Promotora de Investimentos Bursáteis (SAPI Bursátil), o que permite uma nova via de acesso para o financiamento de capital para empresas mexicanas³⁶. A partir de junho de 2006, que a BMV, a Bolsa Mexicana de Valores deu início a promoção do acesso das empresas ao mercado de capitais. Este programa está sendo direcionado para médias empresas, onde a Bolsa Mexicana de Valores visa melhorar o conhecimento e a percepção geral do mercado de Bolsa; melhorar a visibilidade dos emissores. A Nova Lei do Mercado de Ações do México que entrou em vigor dia 28 de junho de 2006, contempla um novo tipo societário que é a Sociedade Anônima Promotora de Investimentos Bursátil, que oferece um esquema de incorporação gradual das empresas no mercado de capitais³⁷. Com o objetivo de apoiar esta incorporação gradual, a BMV desenvolveu um guia de adoções de Práticas de Governança Corporativa, que permita o empresário planejar de uma maneira mais fácil às atividades, duração e processos de transição das empresas.

Com o objetivo de apoiar a transição das empresas que ingressarem no programa da SAPIB, a BMV apóia financeiramente (concedendo descontos entre 20 a 25% dos custos de manutenção das empresas listadas em Bolsa, num prazo de 5 anos) a empresa para a contratação de um assessor externo que guie e apóie o programa a ser cumprido durante 3 anos³⁸.

A Bolsa Mexicana, a partir de 24 de outubro de 2006 lançou novos índices que visam dar mais visibilidade para estas empresas que se integram a esse índice. Ao integrar novos índices, a Bolsa busca oferecer ao mercado indicadores que representem distintos segmentos, setores, atividades econômicas e em especial um índice que represente o

mercado em sua maioria. Os novos grupos de índices são compostos por: IPC CompMX (IPC LargeCap , IPC MidCap , IPC SmallCap) e IRT CompMX (IRT LargeCap , IRT MidCap , IRT SmallCap)³⁹.

- **IPC LargeCap** : O Índice é composto por 20 empresas com maior valor de capitalização da amostra do IPC CompMX.
- **IPC MidCap** : O Índice é composto por 20 empresas de média capitalização da amostra do IPC CompMX.
- **IPC SmallCap** : O índice é composto por 20 empresas com baixa capitalização desta amostra do IPC CompMX.

O IRT (Índice de Rendimento Total) e o IPC CompMX ajustaram em conjunto seu calendário de eventos corporativos, inclusive pagamento de dividendos.

Alguns Índices Mexicanos⁴⁰

INMEX – Índice de capitalização bursátil focado a empresas de grande porte, mínimo de US\$10 milhões.

IMC30 – Índice de capitalização bursátil que compõe 30 médias empresas.

IDIPC – Índice mexicano que compõe empresas que tenham boas políticas de dividendos.

IRT – Índice mexicano composto por empresas de alta liquidez em bolsa e também um índice que concentram empresas que seguem boas práticas corporativas que são decretadas pelas próprias empresas em seus estatutos .

39-40 : BMV – Bolsa de valores Mexicana

IMC- 30

Fonte : BMV



IMC30 – Índice de capitalização bursátil que compõe 30 médias empresas .

INMEX

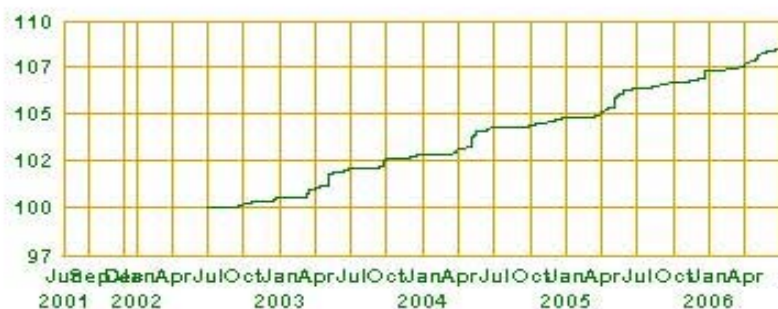
Fonte : BMV



INMEX – Índice de capitalização bursátil focado a empresas de grande porte , mínimo de US\$10 milhões .

IDIPC

Fonte : BMV



IDIPC – Índice mexicano que compõe empresas que tenham boas políticas de dividendos. Entretanto, como podemos visualizar, neste gráfico do indicador de empresas boas pagadoras de dividendos, não houve quase nenhuma variação, o que é mais um sinal, que boas práticas de governança traz credibilidade, transparência, o que faz com que os investidores se sintam de certa forma mais seguros.

IRT X IPC

Fonte : Economática



INMEX X IPC

Fonte : Económica



IDIPC X IPC

Fonte : Económica



IMC-30 X IPC

Fonte : Economática



Concluimos que de fato , os índices que auferiram maiores rentabilidades foram índices que tem um certo de grau de exigência , o que significa que as companhias que agregam tais índices decem estar seguindo uma linha de conduta de acordo com cada índice prega. Estes índices são : O IRT e o INMEX , os quais superaram o IPC .

Fonte : Anuário da BMV

Volume capitalizado	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ações (pesos)	1,203,021	1,157,600	1,079,221	1,376,927	1,703,000	3,064,081

Estes números servem para corroborar , que de fato o mercado acionário está sofrendo uma expansão. A cada ano a partir de 2002 verificamos que uma ascendência contínua e 2004-2005 há um boom no Mercado Financeiro Mexicano , pois a partir de 2004 que observamos forte incentivo para o desenvolvimento do mercado acionário e que desde então não parou.

4.1.2 - Chile

O Chile foi o primeiro país na América Latina a empreender importantes reformas jurídicas e de regulamentação ligadas a governança corporativa, ele foi também o primeiro país da América Latina a ter o *investment grade*. Em dezembro de 2000, foi promulgada a nova lei de ofertas públicas de ações e Governança Corporativa⁴¹. A Superintendência de Seguridade Social e Seguros (SVS) emitiu várias normas complementares, especificando claramente como a nova legislação deveria ser entendida e a própria SVS colocaria em prática tais medidas.

As principais disposições da nova lei relacionam –se a: definição de circunstâncias e procedimentos para obrigatoriedade de ofertas públicas de ações⁴²; regras mais severas que impediram negociações privilegiadas (*insider trading*); maiores poderes de execução para a SVS; fortalecimento do papel dos investidores institucionais (especialmente fundos de pensão e fundos mútuos); maiores possibilidades de exercício do direito de se retirar da sociedade; criação de ações secundárias como mecanismo alternativo para assegurar a observância das normas; regulamentos mais severos o tocante a operações com partes relacionadas e conflitos de interesse; obrigatoriedade de criação de comitês de conselheiros, cujos poderes e responsabilidades incluiriam os normalmente associados a comitês de auditoria. O Setor Privado ainda não tomou nenhuma iniciativa relevante de governança corporativa. Portanto, com incentivos da SVS, duas importantes escolas de administração estão planejando criar o Instituto Chileno de Conselheiros⁴³.

A regulação do mercado é uma das funções mais importantes da Bolsa de Valores, que tem como objetivo fundamental manter o mercado de modo ordenado, evitando dessa forma manipulação de preços e assegurando plena confiabilidade do Sistema impedindo irregularidades e concedendo total igualdade de oportunidades a todos os participantes.

41-43 : Bolsa de Santiago

A regulação se apresenta de duas formas⁴⁴:

Interna: A regulação é definida pela própria Bolsa para seu funcionamento.

Externa: Comissões de Valores, Superintendências, Controladorias, Banco Central.

O procedimento que as empresas deverão seguir para fazer sua primeira emissão de ações, que é chamado no Chile “ Mercado para Empresas Emergentes”é: Além das informações jurídicas, econômicas e financeiras que deverá ser informada a sociedade, a empresa para adquirir o registro de valores deverá seguir: O Conselho de Acionistas deve estar de acordo com a inscrição da companhia no mercado de capitais para que suas ações sejam transacionadas em Bolsa de Valores no “Mercado para Empresas Emergentes; as ações emitidas ao final da oferta deverão ter pelo menos 10% do total entre pelo menos três investidores institucionais, cinquenta pessoas não relacionadas com o controlador da sociedade, que subscrevam individualmente através de outra natureza jurídica; os atuais acionistas não poderão alienar o controle da empresa durante um prazo de 6 meses, a partir da data fechada da colocação pública; assim mesmo deverão mencionar na oferta pública sua real intenção com relação à alienação do controle da companhia; estes acionistas deverão informar se as ações que depositaram num banco depositário são proibidas de aliená-las antes da data do início da sua comercialização em bolsa; as empresas que ingressaram no novo mercado deverão todo ano realizar apresentações públicas o “roadshows”, encontros também com livre presença dos investidores e participantes do mercado bursátil, onde deverão informar resultados periódicos , novos projetos , estratégias de negócios , evolução da capitalização e qualquer outra informação que seja conveniente divulgar;as informações deverão ser entregues a entidade que tenha solicitado a inscrição e posteriormente , as informações anuais ou trimestrais deverão ser entregues à Superintendência de Valores e Seguros (SVS)⁴⁵ .

44-45 : Bolsa de Santiago

Adicionalmente, o Diretório da Bolsa de Comércio tem o direito de solicitar informações adicionais e outros requerimentos específicos e relevantes ao desenvolvimento do mercado de capitais chileno, o qual será informado por uma comunicação interna com pelo menos 3 dias úteis antes de sua vigência. Uma vez aprovada a colocação das ações no mercado de capitais, o Conselho de Acionistas não poderá cancelar a inscrição no Registro de Valores por um prazo mínimo de 3 anos; e cumprir as exigências estabelecidas nas bolsas de valores⁴⁶. As novas empresas do mercado que não cumprirem o manual de Direitos e Obrigações das Emissoras, a Bolsa de Comércio de Santiago poderá cancelar a inscrição da emissora que negocia ações na Bolsa quando a Superintendência de Valores e Seguros (SVS) requeira⁴⁷.

Até o final de 2005, o Chile tem 298 ações de empresas registradas em Bolsa, podemos observar através dos anexos que o volume financeiro transacionado pela Bolsa de Santiago vem aumentando expressivamente ao longo dos anos, o número de empresas listadas em bolsa também vem sofrendo incremento⁴⁸.

Índices Chilenos mais seletivos⁴⁹

INTER-10 – São as 10 principais ações pertencentes ao IPSA e que estão listadas na bolsa americana, possuem os ADRs. E por possuírem os ADRs, então eles seguem fielmente as leis americanas (SOX), as quais são consideradas as mais rígidas do mundo.

IPSA – É o índice que compõe as 40 ações de empresas mais líquidas comercializadas na Bolsa de Comércio de Santiago.

IPSA x IGPA

Fonte : Economática



Analisando este gráfico do IPSA visualizo clara ascendência do índice sobre o IGPA , índice geral de ações do Chile , o que nos remete dizer que : o IPSA , onde estão ações mais líquidas , mais freqüentes nos negócios na Bolsa de Santiago apresentam rentabilidade superior ao IGPA , índice que agrega as demais ações cotadas em bolsa .

Fonte: Resenha anual IPSA

Volume de subscrição	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ações (Milhões de pesos)	3.815	2.996	2.629	4.781	7.589	10.623

Como podemos perceber, em todos os países estudados há uma convergência das práticas ou podemos dizer que há uma tendência de buscar melhorar suas práticas de governança tanto no Brasil ,Chile , México e Argentina . Embora, o *timing* e rigidez dessas regulamentações sejam distintas. Podemos ver claramente, o esforço por parte dos países, dos setores privados de melhorar suas práticas com relação ao mercado. A forma de expor informações, as companhias estão buscando cada vez mais transmitir confiança aos investidores , portanto observamos de diversas maneiras o esforço destes países .

4.1.3 - Argentina

Para Argentina foi muito difícil readquirir a confiança do investidor internacional, depois da moratória decretada e ainda até hoje luta para conseguir captar novos investimentos. Então para isso, ela teve que ir se adequando as novas exigências internacionais, aos novos padrões de governança, pois só assim poderia adquirir aos poucos a confiança do investidor e retomar através do mercado de capitais seu crescimento econômico. Então, o Ministério da Economia em 2001, modificou algumas leis, pois achou necessário assegurar a vigência dos direitos do artigo nº42 da Constituição Nacional, instaurando o estatuto do direito do consumidor financeiro, abordando fundamentalmente os aspectos de transparência em âmbito de oferta pública e adequando o marco jurídico elevando o nível de proteção do mercado de capitais⁵⁰. O Ministério da Economia através da Comissão Nacional de Valores, a qual é a entidade autárquica atuante na área da Subsecretaria de Serviços Financeiros da Secretaria de Finanças tem como objetivo regular o mercado e garantir que as leis sejam cumpridas. Os objetivos naturais do mercado financeiro são de promover seu próprio desenvolvimento, favorecer sua liquidez, estabilidade, solvência, transparência, ou seja, os propósitos derivam do objetivo principal que é criar confiança e segurança necessárias para baratear o custo do capital e aumentar o financiamento das empresas⁵¹. A maioria das novas medidas adotada incorpora “tendências mundiais” referentes a práticas de governança corporativa do “Principle of Corporate Governance del American Law Institute”⁵².

A Argentina implementou como lei sua reforma no mercado de capitais, com vigência a partir de junho de 2001⁵³, conforme já havíamos mencionado. A Comissão de Valores Mobiliários Argentina tem poder para suspender a empresa que infringir a nova lei. A lei abrange uma série de tópicos sobre governança, com disposições que prevêm: obrigatoriedade de ofertas públicas quando 35% das ações forem adquiridas por um único acionista ou um grupo controlador; procedimentos que assegurem aos acionistas

50 -53 : Merval – Regime de Transparência de Oferta Pública – Decreto N°677/2001

minoritários o recebimento de “preço justo” em aquisições de participações minoritárias e fechamento de capital; comitês de auditoria independente majoritário; estabelecimento de tribunais de arbitragem para resolução de conflitos e maior representatividade dos acionistas mediante maior participação em assembléias de acionistas⁵⁴. Em 2002, duas associações do setor privado, a FUNDECE e a IDEA, constituíram em conjunto o Instituto Argentino para Governo das Organizações (Instituto para el Gobierno de las Organizaciones – IAGO)⁵⁵. O objetivo desse instituto é aumentar a conscientização de assuntos ligados a governança e oferecer treinamento diretivo.

A Argentina tem hoje em dia, cerca de 88 empresas de capital aberto com registro em Merval⁵⁶.

Merval -25 X Merval

Fonte : Economática



Analisando o gráfico acima , o qual faz um comparativo entre os dois índices da Argentina . Porém , o Merval 25 se caracteriza por conter as 25 empresas que são mais negociadas em Merval , ou seja , as mais líquidas ; e o Índice Merval é o índice onde agrega 40 companhias que negociam em bolsa .Portanto , um índice tem uma exigência de manutenção de um certo nível de liquidez em bolsa e o outro não . Podemos chegar a

constatação , que mesmo que seja de maneira sensível , na Argentina também verificamos as mesmas características , isto é , índices que adota prática de governança corporativa geram mais rentabilidade do que os demais índices.

Volume médio operado diariamente	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Títulos Públicos (Milhões de pesos)	110.92	66.51	130.21	135.62	181.88	381.03
Ações (Milhões de pesos)	24.11	17.35	17.78	35.52	56.00	79.12

Fonte: IAMC – Anuário Bursátil de 2005

Observamos claramente que há um aumento na captação de recursos ano a ano, na Argentina. O que podemos concluir é que: A Argentina decretou a moratória em 2001 e desde então foi preciso se fazer uma série de modificações que foram deste modo implementadas, logo após a moratória ao FMI. Mesmo assim observamos a evolução da captação do mercado de capitais pouco a pouco. Isto sinaliza, que a Argentina paulatinamente estaria recuperando a confiança do investidor novamente, através de adoção destas práticas.

O ranking dos países quanto a governança corporativa⁵⁷

- 1) Chile 74%**
- 2) México 60%**
- 3) Argentina 59%**
- 4) Peru 51%**
- 5) Brasil 47%**
- 6) Venezuela 47%**
- 7) Equador 37%**
- 8) Colômbia 31%**

Alguns Índices de maior relevância em Merval ⁵⁸

Merval: Caracteriza-se como índice da Bolsa de valores da Argentina e ele contém 40 empresas listadas.

Merval 25 – Indicador Merval 25, se caracteriza como o único índice da Bolsa de Valores da Argentina, pelo qual é composto por uma amostra de 25 ações de empresas mais líquidas em níveis de negociação.

4.2: Verificação se as regras da OCDE são semelhantes aos princípios adotados nos países em estudo

Os principais princípios centrais de governança corporativa que visam promover a estabilidade do sistema financeiro em âmbito global. Os princípios da OCDE que são prioritários nesse processo de reforma são: *Tratamento adequado aos direitos de voto, tratamento justo aos acionistas nas hipóteses de mudança no controle societário e fechamento de capital, garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento de divulgação de operações com partes relacionadas, desenvolvimento de conselhos de administração eficientes, aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica reguladora e cooperação contínua de âmbito regional, isto é pessoas interessadas em governança corporativa devem supervisionar a implementação das recomendações*

Fonte : Roundtables OCDE 2005 **Error! Not a valid link.**

1 A legislação ainda não adotou o princípio de 1 ação/ 1 voto , mas em 2001 a lei sofreu reforma e estabeleceu a relação 1:1 de ações ordinárias e preferenciais , ao invés da relação de 1:2 como era permitido .E além , disso a CVM tem se esforçado para melhorar esse ponto com relação ao direito ao voto. Esta relação de 1:1 tem sido adotada em empresas mais novas ou que aderiram ao Novo Mercado , não são todas as empresas listadas em bolsa que estão praticando .

2 Nunca tiveram problema com relação ao Direito ao voto . Existem dois instrumentos na legislação , que podem ser usados caso haja necessidade .

3 No México , as classes dos minoritários também é prejudicada com relação ao direito ao voto , por exemplo os trabalhadores não tem representantes .

4 Práticas de Governança são exigidas para empresas listadas na BMV (Subdesenvolvido)

5 O Banco Mundial detectou deficiência nessa área . Existem 3 recomendações do Banco para melhorar esse aspecto : (I) Criar um conselho de administração ; (II) Definir mais precisamente a concepção de independência dos diretores ; (III) Impor penalidades severas para violação das responsabilidades e lealdade.

4.3 -Estrutura Societária e Governança Corporativa no Brasil, Argentina, Chile e México.

Iremos abordar neste tópico os princípios básicos da OECD e os principais problemas para conseguir de fato se implementá –los nos países em estudo.

Fernando Lefort afirma que o principal desafio a ser enfrentado ao preparar uma análise de comparação deste tipo é a pouca e diferente qualidade de informação entre os países em questão. As informações sobre as empresas de capital aberto são incompletas devido a pouca pesquisa empírica no âmbito do país e as diferentes exigências legais sobre a divulgação da participação societária. É o que mostra o relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina. *“Não existe artigos abrangendo a região*

sobre a composição societária das economias latino - americanas , e somente casos de empresas de capital aberto no Brasil e no Chile puderam ser analisados no âmbito do país .A região apresenta disparidades significativas nas exigências de divulgação da participação societária . Na maioria dos casos , especialmente Argentina e México , nem mesmo as empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar sua total composição societária , sendo que em outros casos , a participação societária final é difícil de ser calculada devido ao uso constante das empresas controladoras como instrumento de participação societária.Em muitos casos , as únicas informações confiáveis são aquelas constantes do formulário 20-F registrado pelas grandes sociedades latino – americanas de capital aberto no mercado dos EUA .⁵⁹

Porém, apesar dessas diferenças entre o nível de exigência das informações que devem ser dadas ao mercado, esses países possuem características em comum .Existem duas claras características que determinam as estruturas de controle societárias da maioria das empresas latino-americanas: as sociedades apresentam uma participação acionária altamente concentrada e muitas empresas são direta ou indiretamente controladas por um dos vários conglomerados industriais, financeiros e heterogêneos que atuam nas economias da região. *“Um conglomerado é um grupo de empresas ligadas por meio de vínculos patrimoniais e controladas por famílias locais, um grupo de investidores atuando em conjunto ou, como observado mais recentemente e freqüentemente, por uma sociedade estrangeira. Geralmente conglomerados, são controlados pelos acionistas majoritários em estruturas relativamente complexas que incluem o uso de pirâmides, participações cruzadas e ações com ou sem direito a voto”* ⁶⁰.

Devido a essa estrutura de alta concentração societária e conglomerado, o conselho de administração das sociedades latino –americanas estão ligados aos controladores por meio de vínculos familiares, de amizade, relações comerciais e contrato de trabalho⁶¹.

Outra característica interessante das sociedades latino – americanas é que apesar das privatizações das empresas estatais, o Estado ainda é um importante acionista em muitas grandes empresas na região⁶².

La Porta (1998), documenta de forma clara, que na maioria dos países em desenvolvimento há uma alta concentração acionária. As provas são contundentes, pois o

maior acionista individual dessas sociedades , detém em média , 53% do total de ações , e os cinco maiores acionistas somam cerca de 80% do total das ações .

No caso da Argentina, no que se refere as grandes empresas de capital aberto , dentre as 20 maiores sociedades de capital aberto , os acionistas controladores detém 65% do capital⁶³. No caso do Brasil, foram verificados que, em média, os cinco maiores acionistas de uma empresa brasileira detêm 58% do total do capital⁶⁴. No Chile também tem resultados semelhantes, Lefort e Walker (2000c) observaram que os cinco principais acionistas detêm 80% das ações e no México , o maior acionista detém 65% das ações em média , das sociedades de capital aberto⁶⁵ .

No relatório oficial observamos que a identidade dos controladores vem mudando ao logo dos anos. Apesar das famílias locais serem participantes importantes, o controle foi transferido para equipes de executivos e sociedades estrangeiras⁶⁶.

Uma característica comum nos países latino – americanos é que as leis societárias indicam explicitamente que o conselho de administração é principal órgão de tomada de decisão de uma sociedade, e seus membros têm dever de lealdade e de proteção perante a todos os acionistas. Entretanto, em consequência da alta concentração acionária observada a maioria das empresas na região, o conselho de administração das sociedades

59-66 - Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina OCDE

latino – americanas tendem a ser muito menos poderoso que nos Estados Unidos , sendo então um mecanismo de pouca governança corporativa⁶⁷ . Em termos gerais, o conselho de administração na América Latina tem função basicamente consultiva para os controladores , apresentam membros pouco independentes e quase nenhum ou poucos comitês atuantes .Em média , o conselho de administração das empresas latino – americanas possuem 8 membros e menos da metade destes pode ser considerado tanto um membro independente ou não filiado⁶⁸ . A estrutura e o funcionamento do conselho de administração das empresas brasileiras é analisado por Ventura (2000), Leal e Oliveira (2002), Spencer Stuart (1999).

A função do conselho de administração nas empresas brasileiras é meramente consultiva e seus membros tendem a ser filiados ao grupo controlador e menos de 20% dos diretores do conselho podem ser classificados como independentes (se utilizarmos o padrão dos EUA).⁶⁹ Lefort e Walker (2000c), Iglesias(1999) e Spencer – PUC (2000) encontraram resultado semelhante no Chile⁷⁰. Somente 55% dos diretores podem ser classificados como independentes e não filiados. (se utilizarmos o padrão dos EUA). Provas adicionais indicam uma falta de atividade e monitoramento dos conselhos de administração no Chile.Spencer-PUC relata que somente 29% dos diretores dos conselhos de administração estabeleceram comitês permanentes⁷¹

A situação também não é muito diferente no México , apesar de nos últimos anos o México também está mudando a estrutura do controle das companhias , mas o seu histórico acusa como indicado por Babatz (1997) e Husted e Serrano (2001), a nomeação dos diretores no México era bastante tratada em nível familiar Uma simples observação da composição do conselho revelou que 53% dos diretores são alto executivos. Contudo, a falta de independência é provavelmente a pior devido à dependência política e a outros tipos de relacionamento tais como “compadrazgo”(apadrinhamento).⁷²

67 -71 - Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina OCDE

72 - Husted e Serrano (2001)

5.0 - Conclusão

Ao longo do trabalho mostrei que no período em estudo de 2000-2006, aconteceram algumas modificações no mercado financeiro.Foi devido a uma série de eventos que abalaram o mercado de capitais global, como os escândalos da Enron, outras grandes companhias entraram em colapso e muitas tiveram estruturas abaladas. Reforçaram –se questões como transparência, independência nas relações auditores e consultores, auxiliando o alinhamento de interesses da diretoria e prestação de contas aos acionistas, e colocaram –se em pauta práticas de governança corporativas. Tais medidas

refletiram no aprimoramento dos controles interno e o melhor gerenciamento de riscos do negócio. Também foram essenciais para que os investidores recuperassem a confiança perdida e voltassem a se sentirem seguros quanto à conduta dos executivos e a própria informação apresentada por meio de relatórios financeiros.

Atentando para a tendência do mercado de pequenos investidores em expansão, a legislação protecionista (ao investidor minoritário) tem sido buscada nos quatro cantos do mundo, e em diversos países são adotadas medidas que diretamente ou indiretamente levam as companhias a investirem na segurança e acuracidade de informações. Entretanto, a *Sox*, ficou conhecida como a Lei mais rígida e eficaz para os fins a que se propõe. Contudo, vem afetando de forma indireta a todos os mercados. Do ponto de vista dos investidores a Lei Sarbanes – Oxley, a *Sox*, é um grande progresso no sentido de modernizar e qualificar os mecanismos de gestão das empresas.

No estudo, identifiquei que há uma tendência nesses quatro países analisados no que diz respeito à convergência da adoção de regras de governança por parte deles, com finalidade de se tornarem mercados mais atrativos para investimentos de capital estrangeiro. Aliás, desde a criação da *Sox* há uma tendência mundial de convergência de melhores práticas de governança é claro que com suas divergências. Como pude constatar tanto o Brasil, quanto o Chile, Argentina e México têm regulamentações, mas há diferenças no nível de exigência destas regras, por exemplo, com relação à divulgação dos dados das empresas, com relação a real composição acionária, há assimetrias de informações e ainda também tem o aspecto do órgão regulador local, no que diz respeito ao cumprimento dos regulamentos instituídos. Enfim, a implementação de melhores práticas de governança tem tido um esforço grande por parte dos países no intuito de conseguir capital com custo baixo, pois quanto maior o nível de transparência de informação, rigidez das regras menor será o custo desse capital para as empresas demandantes dele.

E como já mencionamos anteriormente, como o futuro da América Latina dependerá, em alto grau, do sucesso de empresas de pequeno e médio porte, a relação de governança corporativa com o crescimento dos IPOs é enorme. Porque ultimamente não só aqui no Brasil, mas também em países como Argentina, Chile e México está havendo um crescimento contínuo dos IPOs. Constatei que devido à liquidez internacional, existem

disponibilidades de recursos e que podem ser investidos em qualquer lugar do mundo, devido à existência de mobilidade de capital. O capital vai onde estiverem as melhores oportunidades, mas outra questão que está pesando muito ultimamente é a questão da transparência com que uma empresa lida com o mercado, não só a empresa como os órgãos reguladores de um país ou como a bolsa de valores do país se porta com relação à divulgação de informações, o nível de exigência das regulamentações, se há punições. Por isso que é necessário que os países se apliquem na adoção das práticas de governança, pois eles estão competindo diretamente na captação de recursos com países europeus e os Estados Unidos, países estes que são considerados livre de risco, que tem risco mínimo.

Pelo que constatei neste estudo, a distinção vem destes pontos citados acima porque por exemplo: O Brasil tem os níveis de exigência de governança corporativa e não deixa nada a desejar, inclusive o Brasil tem o maior número representantes (oito empresas em 2005) no Círculo de Companhias se compararmos com os outros países em estudo (o 2º maior representante é o México e Chile e Argentina ficam empatados com uma representante cada). Este Círculo de Companhias é um grupo seletivo de empresas latino-americanas amplamente reconhecidas por suas iniciativas na área de governança corporativa lançado pelo IFC e a OCDE. O problema é que nem todas as empresas listadas em bolsa estão incluídas nos três níveis de governança da Bovespa, logo não são obrigadas a cumprirem tais procedimentos, somente os obrigatórios para se manter uma companhia de capital aberto. Então, concluí que no Brasil como há essa separação, destes grupos como havia constatado. Isto é, existem ativos que pertencem a grupos que seguem a governança e os demais ativos pertencem a outro grupo que não seguem os princípios de governança, só as obrigações de praxe para se manter uma empresa de capital aberto. Um outro agravante é que nós temos regulamentações, mas nosso órgão regulador às vezes é muito falho, me refiro fatos ocorridos neste ano de 2006 com as companhias abertas, Varig e Telemar. Estas duas empresas não pertencem aos níveis de governança corporativa, o que ocorreu com elas foi vazamento de informação, o que se enquadra em informação incompleta e vaga. Fato, que a CVM poderia ter suspenso negociações dos ativos das respectivas empresas listadas em bolsa, pois se enquadra na Instrução N°297 / 98, Artigo 2º. *“A bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado deve suspender a negociação de valor mobiliário quando se tornar pública*

notícia ou informação vaga, incompleta ou que suscite dúvida quanto ao seu teor ou procedência, que possa vir a influir de maneira relevante na cotação de qualquer valor mobiliário ou induzir os investidores a erro.”

Portanto há determinados grupos de empresas que seguem de maneira exemplar a governança e fazem até além , e existe um outro grupo que não segue as práticas de governança . O agravante para a avaliação do Brasil com relação à governança corporativa é que as leis não são seguidas e punição é fraca , quando existe. .

O trabalho mostrou que é vital para qualquer país do mundo, que queira atrair investidores estrangeiros , que não conheçam as empresas ou até mesmo o país, adotarem práticas de governança corporativas internacionais para poder desta forma transmitir segurança aos investidores.

É inegável não se pensar que a governança corporativa tem correlação positiva com os números de IPOs ocorridos e que estão por vir. Até porque é um fato, os números na Bovespa, em Merval, na Bolsa de Comércio de Santiago (IPSA) e na Bolsa Mexicana de Valores (IPC) mostrados nos anexos apontam isso. O México, no dia 28 de junho colocou em prática um plano de serviços que visa facilitar novas emissões de empresas nacionais voltada a empresas de médio porte. Ou seja, eles estão facilitando para que empresas mexicanas de médio porte tenham a possibilidade de captar recursos no mercado acionário como foi comentado anteriormente. Porém, isso não ocorre só no México, no Brasil a Bovespa começou seu programa de governança em dezembro de 2000 e desde daí só foi se intensificando, na Argentina a partir de 2001 também vem adotando melhores práticas de governança , a constatação se dá devido ao fato do país está conseguindo atrair investimentos mesmo depois da moratória.O Chile é o maior captador de recursos da América Latina , ele capta mais de 100% dos recursos. Mencionei anteriormente , que o Chile e o México são os únicos países na América Latina que possuem o *investment grade* , o que significa que investir nestes países têm risco mínimo .

Por fim, estudo conciliou liquidez internacional (através dos índices dos países podemos ver como eles aumentaram ao longo dos anos retratando desta forma um período de abundância de recursos) com boas práticas de governança, por parte dos

países estudados. E observei um visível aumento do número de empresas que se interessaram em adquirir esses recursos, ingressaram no mercado de capitais, principalmente nos anos de 2004 em diante, quando as práticas ficaram mais difundidas.

Localizei também a repercussão da valoração das ações dos países em estudo através dos índices dos países em análise. Verifiquei que houve uma evolução freqüente dos índices de grau de governança, isto é, relata que esses índices tem rentabilidade superior aos demais índices, o que corrobora nossa afirmação feita em capítulos anteriores. Outro ponto que identifiquei foi: os países estão adotando práticas que tendem a uma convergência no futuro, ou seja, tende à práticas universais.

6.0 – Anexos

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2000

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006.

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	6	<u>1.410.167.960,40</u>	14	<u>12.127.324.469,02</u>	20	13.537.492.429,42
BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO	1	<u>1.326,50</u>	0	0,00	1	1.326,50
CERTIFICADO A TERMO ENERGIA ELÉTRICA	24	<u>372.000.924,00</u>	0	0,00	24	372.000.924,00
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	93	<u>111.481.447,00</u>	0	0,00	93	111.481.447,00

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	5	<u>171.670.951,66</u>	0	0,00	5	171.670.951,66
DEBÊNTURES	47	<u>8.748.003.946,00</u>	0	0,00	47	8.748.003.946,00
NOTAS PROMISSÓRIAS	44	<u>7.590.700.000,00</u>	0	0,00	44	7.590.700.000,00
QUOTAS DE FMIEE	3	<u>50.000.000,00</u>	0	0,00	3	50.000.000,00
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	31	<u>129.463.377,65</u>	1	<u>15.250.122,00</u>	32	144.713.499,65
TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO	9	<u>455.605.000,00</u>	0	0,00	9	455.605.000,00
WARRANTS	0	0,00	1	<u>18.680.000,00</u>	1	18.680.000,00
TOTAL:	263	<u>19.039.094.933,21</u>	16	<u>12.161.254.591,02</u>	279	31.200.349.524,23

• Fonte: CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2001

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	6	<u>1.353.299.000,00</u>	7	<u>4.308.725.107,82</u>	13	5.662.024.107,82
CERTIFICADO A TERMO ENERGIA ELÉTRICA	12	<u>200.000.355,00</u>	0	0,00	12	200.000.355,00
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	110	<u>131.789.702,00</u>	0	0,00	110	131.789.702,00
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES	0	0,00	1	<u>257.847.905,70</u>	1	257.847.905,70
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	13	<u>222.796.229,47</u>	0	0,00	13	222.796.229,47
DEBÊNTURES	97	<u>15.162.137.780,00</u>	0	0,00	97	15.162.137.780,00
NOTAS PROMISSÓRIAS	32	<u>5.266.240.000,00</u>	0	0,00	32	5.266.240.000,00
QUOTAS DE FMIEE	3	<u>26.000.000,00</u>	0	0,00	3	26.000.000,00
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	22	<u>511.720.969,75</u>	4	<u>169.625.792,70</u>	26	681.346.762,45
TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO	12	<u>262.257.613,00</u>	0	0,00	12	262.257.613,00
TOTAL:	307	<u>23.136.241.649,22</u>	12	<u>4.736.198.806,22</u>	319	27.872.440.455,44

• Fonte : CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2002

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	4	<u>1.050.442.564,05</u>	2	<u>5.096.797.750,64</u>	6	6.147.240.314,69
CERTIFICADO A TERMO ENERGIA ELÉTRICA	18	<u>250.019.831,88</u>	0	0,00	18	250.019.831,88
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	107	<u>121.267.302,00</u>	0	0,00	107	121.267.302,00
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	9	<u>142.176.578,41</u>	0	0,00	9	142.176.578,41
DEBÊNTURES	51	<u>14.635.600.000,00</u>	1	<u>3.885.590,56</u>	52	14.639.485.590,56

NOTAS PROMISSÓRIAS	20	<u>3.875.924.870,40</u>	0	0,00	20	3.875.924.870,40
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC	4	<u>200.000.000,00</u>	0	0,00	4	200.000.000,00
QUOTAS DE FMIEE	2	<u>22.000.000,00</u>	0	0,00	2	22.000.000,00
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	42	<u>1.024.547.246,56</u>	1	<u>33.700.811,18</u>	43	1.058.248.057,74
TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO	3	<u>1.985.850,00</u>	0	0,00	3	1.985.850,00
TOTAL:	260	21.323.964.243,30	4	5.134.384.152,38	264	26.458.348.395,68

• Fonte :CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2003

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	2	<u>229.999.999,96</u>	6	<u>1.856.342.830,00</u>	8	2.086.342.829,96
CERTIFICADO A TERMO ENERGIA ELÉTRICA	18	<u>320.951.211,84</u>	0	0,00	18	320.951.211,84
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	162	<u>199.963.925,00</u>	0	0,00	162	199.963.925,00
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES	0	0,00	1	<u>637.023.524,08</u>	1	637.023.524,08
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	17	<u>287.598.926,13</u>	0	0,00	17	287.598.926,13
DEBÊNTURES	25	<u>5.282.404.000,00</u>	0	0,00	25	5.282.404.000,00
NOTAS PROMISSÓRIAS	12	<u>2.127.833.557,30</u>	0	0,00	12	2.127.833.557,30
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC	15	<u>1.540.000.000,00</u>	0	0,00	15	1.540.000.000,00
QUOTAS DE FIP	3	<u>127.168.637,00</u>	0	0,00	3	127.168.637,00
QUOTAS DE FMIEE	1	<u>35.976.708,24</u>	0	0,00	1	35.976.708,24
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	15	<u>280.959.422,12</u>	0	0,00	15	280.959.422,12
TOTAL:	270	10.432.856.387,59	7	2.493.366.354,08	277	12.926.222.741,67

• Fonte : CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2004

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	9	<u>4.469.902.764,89</u>	12	<u>4.682.650.177,38</u>	21	9.152.552.942,27
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	172	<u>233.891.977,00</u>	0	0,00	172	233.891.977,00
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	29	<u>403.079.740,39</u>	0	0,00	29	403.079.740,39
DEBÊNTURES	47	<u>9.614.451.500,00</u>	0	0,00	47	9.614.451.500,00

NOTAS PROMISSÓRIAS	5	<u>2.241.254.669,58</u>	0	0,00	5	2.241.254.669,58
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC	40	<u>5.116.650.000,00</u>	0	0,00	40	5.116.650.000,00
QUOTAS DE FIP	9	<u>1.423.000.000,00</u>	0	0,00	9	1.423.000.000,00
QUOTAS DE FMIEE	1	<u>40.000.000,00</u>	0	0,00	1	40.000.000,00
QUOTAS DE FUNCINE	1	<u>2.300.000,00</u>	0	0,00	1	2.300.000,00
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	31	<u>279.752.241,80</u>	1	<u>123.500.000,00</u>	32	403.252.241,80
TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO	2	<u>602.159.400,00</u>	0	0,00	2	602.159.400,00
TOTAL:	346	24.426.442.293,66	13	4.806.150.177,38	359	29.232.592.471,04

• Fonte :CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2005

Posição em terça-feira, 16 de maio de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	13	<u>4.364.528.761,71</u>	15	<u>6.634.591.024,44</u>	28	10.999.119.786,15
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	156	<u>199.727.482,00</u>	0	0,00	156	199.727.482,00
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES	0	0,00	3	<u>3.142.898.037,39</u>	3	3.142.898.037,39
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	34	<u>2.102.321.704,74</u>	0	0,00	34	2.102.321.704,74
DEBÊNTURES	59	<u>41.538.852.293,88</u>	0	0,00	59	41.538.852.293,88
NOTAS PROMISSÓRIAS	9	<u>2.631.545.628,28</u>	0	0,00	9	2.631.545.628,28
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC	67	<u>8.579.125.001,54</u>	0	0,00	67	8.579.125.001,54
QUOTAS DE FIP	6	<u>2.120.000.000,00</u>	0	0,00	6	2.120.000.000,00
QUOTAS DE FMIEE	1	<u>5.040.000,00</u>	0	0,00	1	5.040.000,00
QUOTAS DE FUNCINE	1	<u>30.000.000,00</u>	0	0,00	1	30.000.000,00
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	7	<u>35.305.000,20</u>	0	0,00	7	35.305.000,20
TOTAL:	353	61.606.445.872,35	18	9.777.489.061,83	371	71.383.934.934,18

• Fonte :CVM

OFERTAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS REGISTRADAS NA CVM EM 2006

Posição em terça-feira, 10 de outubro de 2006

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
AÇÕES	22	<u>11.009.950.661,23</u>	22	<u>10.432.109.697,75</u>	44	21.442.060.358,98
BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO	0	0,00	1	<u>124.667.670,00</u>	1	124.667.670,00
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	85	<u>95.216.218,00</u>	0	0,00	85	95.216.218,00
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES	4	<u>1.820.699.473,10</u>	3	<u>774.703.341,00</u>	7	2.595.402.814,10

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	70	<u>806.522.174,52</u>	0	0,00	70	806.522.174,52
DEBÊNTURES	31	<u>46.426.580.000,00</u>	0	0,00	31	46.426.580.000,00
NOTAS PROMISSÓRIAS	11	<u>3.668.500.000,00</u>	0	0,00	11	3.668.500.000,00
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC	45	<u>7.229.300.000,00</u>	0	0,00	45	7.229.300.000,00
QUOTAS DE FIP	9	<u>2.343.843.585,80</u>	0	0,00	9	2.343.843.585,80
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	2	<u>1.000.000,00</u>	1	<u>30.000.000,00</u>	3	31.000.000,00
TOTAL:	279	73.401.612.112,65	27	11.361.480.708,75	306	84.763.092.821,40

* Distribuições MISTAS estão distribuídas entre PRIMÁRIAS e SECUNDÁRIAS

Ofertas Públicas de 2005

Empresa	Volume Total da Distribuição	Volume da Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira		Volume Estrangeiro na Oferta Total	
	(R\$)	(R\$)	(R\$)	Part (%)	(R\$)	Part(%)
Unibanco	718.294.106,55	718.294.106,55	407.782.988,65	56,77	407.782.988,65	56,77
Renar Maçãs	16.000.000,00	16.000.000,00	833.425,60	5,21	833.425,60	5,21
Submarino	472.937.500,00	146.216.060,00	29.206.458,00	19,97	355.927.898,00	75,26
ALL Logística	644.866.942,73	644.866.942,73	515.829.307,50	79,99	515.829.307,50	79,99
Ultrapar	362.004.880,60	225.284.880,60	134.092.035,88	59,52	270.812.035,88	74,81
Gol	593.703.600,00	142.488.864,00	19.159.716,00	13,45	470.374.452,00	79,23
Localiza	264.802.737,50	264.802.737,50	246.153.808,50	86,66	246.153.808,50	86,66
AES Tietê	1.059.840.083,54	1.059.840.083,54	849.990.909,70	80,20	849.990.909,70	80,20
TAM	548.488.800,00	548.488.800,00	404.825.418,00	73,81	404.825.418,00	73,81
Lojas Renner	886.028.751,00	886.028.751,00	764.443.421,00	86,28	764.443.421,00	86,28
Energias do Brasil	1.184.702.724,00	1.184.702.724,00	312.284.880,00	26,36	312.284.880,00	26,36
OHL Brasil	495.999.990,00	462.553.848,00	314.459.010,00	67,98	347.905.152,00	70,14
Unibanco Unit	1.765.197.435,84	455.681.535,84	110.852.334,30	24,33	1.420.368.234,30	80,47
Bradespar	505.059.260,00	505.059.260,00	338.807.323,00	67,08	338.807.323,00	67,08
Cyrela	902.175.000,00	336.450.000,00	86.044.980,00	25,57	651.769.980,00	72,24
PIBB	2.285.867.927,46	2.285.867.927,46	70.257.225,74	3,07	70.257.225,74	3,07
Nossa Caixa	953.955.994,00	953.955.994,00	673.497.878,00	70,60	673.497.878,00	70,60
Cosan	885.767.328,00	885.767.328,00	640.387.824,00	72,30	640.387.824,00	72,30
Tractebel Energia	1.051.700.000,00	1.051.700.000,00	578.990.932,00	55,05	578.990.932,00	55,05
UOL	624.680.586,00	624.680.586,00	443.458.098,00	70,99	443.458.098,00	70,99
TOTAL	16.222.073.647,22	13.398.730.429,22	6.941.357.973,87	51,81	9.764.701.191,87	60,19

Fonte : Bovespa

Ofertas Públicas de 2006

Fonte : Bovespa – SET/2006

Empresa	Volume Total da Distribuição	Volume da Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira		Volume Estrangeiro na Oferta Total	
	(R\$)	(R\$)	(R\$)	Part (%)	(R\$)	Part(%)
Vivax Unit	529.200.000,00	529.200.000,00	363.177.979,50	68,63	363.177.979,50	68,63
Gafisa	926.988.750,00	926.988.750,00	669.685.366,50	72,24	669.685.366,50	72,24
lochpe-Maxion	340.203.787,00	340.203.787,00	160.873.597,50	47,29	160.873.597,50	47,29
Company	281.600.000,00	281.600.000,00	179.150.400,00	63,62	179.150.400,00	63,62
Copasa	813.461.524,00	813.461.524,00	601.036.117,50	73,89	601.036.117,50	73,89

Rossi Residencial	1.012.500.000,00	1.012.500.000,00	812.964.050,00	80,29	812.964.050,00	80,29
Totvs	460.000.000,00	460.000.000,00	319.450.720,00	69,45	319.450.720,00	69,45
Equatorial	540.270.000,00	540.270.000,00	414.081.125,50	76,64	414.081.125,50	76,64
TAM	1.559.123.034,00	510.271.104,00	196.948.500,00	38,60	1.245.800.430,00	79,90
Diagnósticos da América	662.383.274,00	662.383.274,00	562.487.954,00	84,92	562.487.954,00	84,92
Duratex	609.000.000,00	609.000.000,00	282.748.260,00	46,43	282.748.260,00	46,43
Submarino	929.076.920,00	929.076.920,00	835.591.265,00	89,94	835.591.265,00	89,94
Localiza	394.039.274,00	394.039.274,00	290.025.185,00	73,60	290.025.185,00	73,60
Saraiva	182.599.230,00	182.599.230,00	156.728.418,00	85,83	156.728.418,00	85,83
Brasilagro	583.200.000,00	583.200.000,00	480.600.000,00	82,41	480.600.000,00	82,41
CSU CardSystem	340.972.578,00	340.972.578,00	282.623.940,00	82,89	282.623.940,00	82,89
ABnote	480.434.790,00	480.434.790,00	385.173.403,00	80,17	385.173.403,00	80,17
Lupatech	452.740.024,00	452.740.024,00	351.889.956,00	77,72	351.889.956,00	77,72
Randon	235.200.207,00	235.200.207,00	135.186.150,00	57,48	135.186.150,00	57,48
Datasul	317.012.508,00	317.012.508,00	253.081.800,00	79,83	253.081.800,00	79,83
GP Investments	705.980.848,50	705.980.848,50	548.367.703,84	77,67	548.367.703,84	77,67
Porto Seguro	201.000.000,00	201.000.000,00	108.198.300,00	53,83	108.198.300,00	53,83
Banco do Brasil	2.273.208.949,50	2.273.208.949,50	1.156.349.494,50	50,87	1.156.349.494,50	50,87
Cesp	3.199.999.999,98	3.199.999.999,98	974.440.992,95	30,45	974.440.992,95	30,45
Cyrela	837.947.500,00	837.947.500,00	632.505.576,50	75,48	632.505.576,50	75,48
MMX	1.118.895.570,00	1.118.895.570,00	896.720.050,00	80,14	896.720.050,00	80,14
Abyara	163.770.250,00	163.770.250,00	150.416.250,00	91,85	150.416.250,00	91,85
TOTAL	20.150.809.017,98	19.101.957.087,98	12.200.502.555,29	63,87	13.249.354.485,29	65,75

7.0 - Bibliografia :

BROWN, Marvin T. *Ética nos Negócios*. São Paulo: McGraw-Hill Brasil, 1993.

BURGOYNE, Erin. **Head Start Information and Publication Center**. Maio/2002.

DIAS, Bruno Gonçalves. *Ética e Transparência Contra a Manipulação nas Empresas*.

Jornal *Valor Econômico*, São Paulo, 2 jan. 2006. Disponível em:

<<http://www.valoronline.com.br>>.

Disponível em <www.headstarinfo.org>

DONALDSON, Gordon. Harvard Business Review: Experiências de Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

Kitagawa , Carlos - Bovespa –A Nova Fase das Aberturas de Capital no Brasil – Análise comparativa dos segmentos de listagem da Bovespa com práticas diferenciadas de Governança Corporativa aos princípios recomendados pela OECD para América Latina - Concurso de Monografia .

La Porta , Shleider, Lopez – de – Silanes e Vishney (2000b)

Lanzana , Ana Paula – USP – Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras – Tese de Pós Graduação .

Misumi , Mercado de Capitais – Ed. Campus – 5ª Edição.

Negreiros , Ricardo –A Nova Fase das Aberturas de Capital no Brasil - Monografia

Srour , Gabriel – Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa : Um estudo sobre conduta e a performance das firmas brasileiras (2002)

Steinberg , Herbert – A dimensão humana da Governança Corporativa Ed: Gente – 2ª edição

www.bmv.com.mx; Bolsa do México - Relatórios e estatísticas de desempenho de Capitalização Bursátil.

www.bolsadesantiago.com ; Bolsa de Santiago – Relatórios e estatísticas de desempenho de Capitalização Bursátil.

www.bovespa.com.br ; Revista Bovespa vários números

www.bovespa.com.br ; Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia Aberta

www.bovespa.com.br ; Guia Abertura de Capital

www.bovespa.com.br ; Novo Mercado – Nível 1 e 2 Governança Corporativa

www.cvm.gov.br ; Registro de Ofertas Públicas

www.cvm.gov.br ; Revista - Legislação e Regulamentação

www.ifc.org

www.merval.sba.com.ar ; Instituto Argentino de Mercado de Capitales – Relatórios de desempenho de Capitalização Bursátil

www.ocde.org ; Guia de Práticas de Governança Corporativa .

www.ocde.org ; Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina
OCDE ,

FELIX, Jorge. Modelo Transparente. Disponível em <<http://www.amcham.com.br>>