UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM INTEGRAÇÃO LATINO-AMERICANA
(PROLAM)

GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: ESTUDO DE CASOS DOS FUNDOS DE
PENSÃO E PREVIDÊNCIA DO BRASIL, CHILE E MÉXICO

Soraia de Oliveira Duarte
Orientador: Prof. Dr. Márcio Bobik Braga

São Paulo
2011

SORAIA DE OLIVEIRA DUARTE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, MERCADO DE CAPITAIS E
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: ESTUDO DE CASOS DOS FUNDOS DE
PENSÃO E PREVIDÊNCIA DO BRASIL, CHILE E MÉXICO**

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em
Integração Latino-americana (Prolam),
Universidade de São Paulo (USP), como
parte dos requisitos necessários à obtenção
do título de Mestre em Integração Latino-

Orientador: Prof. Dr. Márcio Bobik Braga

São Paulo
2011

DUARTE, Soraia de Oliveira. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico:** estudo de casos dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Integração Latino-americana.

Aprovado em: / /2011

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof(a). Dr(a). _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof(a). Dr(a). _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

À minha mãe, Ivete, pela incansável parceria e apoio em mais essa etapa, dedico.

AGRADECIMENTOS

Sempre ouvi dizer que a pesquisa era uma atividade solitária. Após esta dissertação, entretanto, passo a discordar desse conceito. Afinal, o trabalho apresentado nas páginas a seguir contou com muitos envolvidos, pessoas que participaram e me apoiaram como amigos, professores e profissionais. A eles agradeço por terem contribuído à minha formação e ao desenvolvimento deste trabalho, em especial:

Ao Prof. Dr. Márcio Bobik Braga, meu orientador, pelo incentivo para que eu cursasse o Mestrado no Prolam e pela parceria, ao longo dessa etapa, que se traduziu em orientações, amizade, paciência, apoio e confiança.

À Comissão de Pós-graduação do Prolam que, sempre aberta ao diálogo, apoiou-me para que eu avançasse e concluísse esta pesquisa.

Aos Profs. Drs. Amaury Gremaud e José Roberto Securato que, com pronta disposição, aceitaram participar das bancas de qualificação e de defesa. Seus comentários, críticas e contribuições foram valiosos para aprimorar esta dissertação.

Aos Profs. Drs. Claudio Pinheiro Machado Filho, Haroldo Verçosa, Leda Paulani, Leonel Itaussu, Marcos Paulo de Almeida Salles e Rachel Stajn, pelas aulas ministradas e exemplos de vida acadêmica.

Aos colegas do Prolam, da FEA, da FFLCH e do Largo São Francisco, com quem tive o privilégio de conviver em salas de aula durante o ano de 2009.

Aos entrevistados - gestores de fundos de pensão e previdência do Brasil, Chile e México -, que prontamente aceitaram participar deste estudo. Sem essa disponibilidade e a atenção a mim dispensadas, dificilmente avançaria em minha pesquisa. Estendo os agradecimentos às secretárias e assessores de imprensa que facilitaram tais contatos.

Aos meus familiares, pelo apoio, amor e carinho. Em especial, à minha mãe, Ivete, pelos dias, semanas e meses a mim dedicados para que eu tivesse tempo e condições para concluir esta jornada.

Ao meu filho, Victor, por compreender a importância desta etapa e me apoiar, incansavelmente, mesmo precisando sacrificar nosso tempo de convivência.

Por fim, aos amigos que, fora das salas de aula, acompanharam-me em mais esta trajetória. Dentre vários, destaco: Adriana Souza Silva, André Demarco, Carlos Henrique Ramos, Edison Garcia, Einar Rivero, Enrique Enrich, Geraldo Soares, Gilson Andrade, María Eugenia García, Mauricio Bassi, Pedro Guerreiro e Raúl Ferro. Foram imprescindíveis para esta pesquisa, sempre dispostos a ajudar, esclarecer dúvidas, apurar informações, facilitar contatos, comentar, revisar ou traduzir parte desse texto, além de fornecer ou formatar dados.

RESUMO

DUARTE, Soraia de Oliveira. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico:** estudo de casos dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. 2011. 192 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

A população mundial, em 2050, será formada por 9,3 bilhões de habitantes, número 33% superior ao atual, de 7,0 bilhões de pessoas. Essa expansão se refletirá, em grande parte, na população com mais de 65 anos. A ONU estima que, em países como Brasil e Chile, 26% dos habitantes estarão nessa faixa etária na metade deste século, um crescimento relevante em comparação com as médias atuais, de 11%. Além de serem em maior número, os idosos também contarão com maiores expectativas de vida. Atualmente, vivem, em média, 74 anos. Até 2050, estima a ONU, chegarão a 80 anos. Frente a esse panorama, garantir a aposentadoria à população é um desafio crescente para as economias, que já se movimentam no sentido de viabilizar, aos fundos de pensão e de previdência, mecanismos que maximizem os retornos de seus portfólios. Os investimentos em ações de companhias abertas, nesse contexto, ganham um espaço cada vez maior nas estratégias dos gestores dos fundos, mudança que acontece ao mesmo tempo em que a governança corporativa passa a ser vista como um instrumento para a valorização das companhias abertas e, consequentemente, para o desenvolvimento dos mercados de capitais. Considerando esse contexto, esta dissertação se propõe a analisar como a governança corporativa influencia a tomada de decisão de investimento dos gestores de fundos de pensão e de previdência do Brasil, do Chile e do México. O estudo será feito a partir da observação do marco regulatório sobre o tema nesses três países, e se embasará nas respostas dadas, pelos gestores, a questionário sobre as boas práticas de governança corporativa, adotadas pelas companhias abertas, que são observadas e valorizadas na escolha dos investimentos.

Palavras-chave: Governança corporativa. Fundos de pensão. Fundos de previdência. Mercados de capitais. Ativismo.

ABSTRACT

DUARTE, Soraia de Oliveira. **Corporate Governance, Capital Markets and Economic Development:** case study of Pension and Welfare Funds of Brazil, Chile and México. 2011. 192 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

In 2050, 9.3 billion inhabitants, a 33% rise in comparison to the current figure of 7.0 billion people, will form the world population. In most part, this expansion will be reflected in the population older than 65 years. The UN estimates that in countries such as Brazil and Chile, 26% of the inhabitants will be in this age group in the half of this century, a relevant growth in comparison with today's average of 11%. In addition to the increase in figures, the elderly people will also count on a longer life expectancy. Currently they live, in average, 74 years. Until 2050, the UN estimates that they will reach 80 years of age. Given this scenario, to guarantee retirement for the whole population is a growing challenge for the economies, which are already seeking mechanisms to maximize returns to pension and social security funds. In this context, investment in equity is gaining more and more emphasis from funds portfolio managers. This change takes place at the same time that corporate governance starts to be seen as an instrument for the appreciation of public companies and, consequently, for the development of stock markets. In this sense, this paper aims at reviewing how corporate governance influences the decision-making process for pension plans and social security portfolio managers in Brazil, Chile and Mexico. The study will be based on the observation of the legal framework around the theme in the three countries and on answers given by managers in a questionnaire on corporate governance best practices, adopted by public companies and that are considered and taken into account in the choice of investments.

Keywords: Corporate governance. Pension Funds. Welfare Funds. Capital Markets. Activism.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Índice de proteção ao investidor.....	32
Gráfico 2 – Índice de responsabilidade dos diretores.....	32
Gráfico 3 – Índice de divulgação de informação.....	33
Gráfico 4 – Processos judiciais movidos por minoritários	33
Gráfico 5 - Variação do Índice de Preços ao Consumidor no Brasil, Chile e México em %...	69
Gráfico 6 - Histórico de taxas de juros	70
Gráfico7 - Valor de Mercado das companhias em Bolsa (US\$ Bilhões)	71
Gráfico 8- Participação* dos Investidores (por perfil) na BM&FBovespa	79
Gráfico 9 – Evolução dos Ativos por Tipo de Investimento	80
Gráfico 10 – Evolução dos Ativos em Carteira (R\$ Bilhões)	81
Gráfico 11 - Evolução da Carteira de Investimentos (R\$ Bilhões)	83
Gráfico 12 - Ranking das Empresas por Carteira de Investimento	83
Gráfico 13 - Distribuição da carteira de investimentos por produtos.....	84
Gráfico 14 - Evolução da Carteira de Investimentos por Produto.....	85
Gráfico 15 - Evolução das carteiras das AFPs	87
Gráfico 16 - N. Conselheiros Eleitos por Fundo por companhia	91
Gráfico 17 - Depósitos e Rendimentos – Afores (Em milhões de pesos)	95
Gráfico 18 - Diversificação das Carteiras das Siefores	98
Gráfico 19 - Composição dos investimentos das Siefores (em prazos) em títulos públicos	99
Gráfico 20 - Investimentos das Siefores em empresas, por meio dos veículos disponíveis (em milhões de pesos)	102
Gráfico 21 - Variação do ISE <i>versus</i> Ibovespa	121
Gráfico 22 - Governança corporativa <i>versus</i> questões financeiras (em %).....	128
Gráfico 23 - Papel da Governança corporativa na decisão de investimento (em %)	129
Gráfico 24 - Governança corporativa <i>versus</i> liquidez (em %)	129
Gráfico 25 - Composição do Conselho de Administração (em %, múltipla escolha)	130

Gráfico 26 - Avaliação dos membros do CA (em %, múltipla escolha)	130
Gráfico 27 - Divulgação da Remuneração do Conselho de Administração (em %, múltipla escolha).....	131
Gráfico 28 - Comitês de suporte ao Conselho de Administração (em %, múltipla escolha) .	131
Gráfico 29 - Comitês de apoio considerados nas análises (em %, múltipla escolha).....	132
Gráfico 30 - Composição dos comitês de Auditoria e/ou Remuneração (em %, múltipla escolha).....	132
Gráfico 31 - Sistemas de monitoramento (em %, múltipla escolha).....	133
Gráfico 32 - Gerenciamento de Riscos pela Cia (em %, múltipla escolha)	133
Gráfico 33 - Sistemas de monitoramento (em %, múltipla escolha).....	134
Gráfico 34 - Controles internos (em %, múltipla escolha)	134
Gráfico 35 - Regras ou políticas formais sobre transações com partes relacionadas (em %, múltipla escolha)	135
Gráfico 36 - Política de negociação (em %, múltipla escolha)	135
Gráfico 37 - Ética e conduta (em %, múltipla escolha).....	136
Gráfico 38 - Somente ações com voto (em %, múltipla escolha).....	136
Gráfico 39 - Sistema eletrônico de procuração para assembleias gerais (em %, múltipla escolha).....	137
Gráfico 40 - Divulgação de manual de assembleias (em %, múltipla escolha)	137
Gráfico 41 - Pagamento de <i>tag along</i> (em %, múltipla escolha).....	138
Gráfico 42 - Participação em índices de liquidez (em %, múltipla escolha).....	138
Gráfico 43 - <i>Poison Pills</i> (em %, múltipla escolha)	138
Gráfico 44 - Documentos consultados na análise (em %, múltipla escolha)	139
Gráfico 45 - Mídias consultadas na análise (em %, múltipla escolha).....	140
Gráfico 46 - Eventos corporativos de que participa (em %, múltipla escolha)	140
Gráfico 47 - Participação em índices de sustentabilidade	141
Gráfico 48 - Iniciativas relacionadas à sustentabilidade influenciam na decisão do investimento?	141
Gráfico 49 - Materiais consultados (em %, múltipla escolha)	142
Gráfico 50 - Importância de estrutura dedicada ao tema.....	142

Gráfico 51 - Iniciativas relacionadas à mão-de-obra, que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)	143
Gráfico 52 - Canais de comunicação com <i>stakeholders</i> influenciam na análise?	144
Gráfico 53 - Iniciativas de relacionamento da companhia com comunidades que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)	144
Gráfico 54 - Iniciativas de relacionamento da companhia com fornecedores que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)	145
Gráfico 55 - Influência de multas por crimes ambientais na análise da cia	146
Gráfico 56 - Influência de certificações ambientais na análise da cia	146
Gráfico 57 - Iniciativas ambientais que influenciam na análise da cia	147

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Ofertas públicas iniciais (IPOs) na Bolsa de Santiago	55
Quadro 2 - Governança Corporativa das Sociedades Anônimas do México	62
Quadro 3 - Valor de mercado das companhias listadas como percentual do PIB (em US\$ trilhões)	72
Quadro 4 – Limites de investimento para fundos de pensão	76
Quadro 5 – Limites de investimento para fundos de pensão	77
Quadro 6 - Limites de alocação de recursos – Fundos de Pensão	78
Quadro 7 - Número de participantes por AFP	86
Quadro 8 – Ativos sob gestão por AFP em US\$ milhões	86
Quadro 9 - Composição das Carteiras dos Fundos de Pensão em 2010.....	88
Quadro 10 - Importância relativa do voto dos Fundos de Pensão nas Assembleias Gerais de 2010	91
Quadro 11 - Participação das Instituições Financeiras na gestão de recursos de terceiros	94
Quadro 12 - Ativos sob gestão das Afores	96
Quadro 13 – Limites de Composição das carteiras das Siefors	97
Quadro 14 - Participação das Siefors nos IPOs de 2010	100
Quadro 15 - Participação das Afores nas ofertas de Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs)	100
Quadro 16 - Brasil - Fundos de Pensão e de Previdência Privada	125
Quadro 17 - Chile – Administradoras de Fondos de Pensión (AFPs)	126
Quadro 18 - México – Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores)	127

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA – VISÃO GERAL	16
2.1 Governança Corporativa e o Desenvolvimento dos Mercados de Capitais	24
2.2 Governança Corporativa na América Latina	30
2.3 Panorama da Governança Corporativa no Brasil.....	36
2.3.1 Iniciativas voltadas à adoção de boas práticas de governança corporativa	40
2.3.2 Código de Autorregulação da Anbid	41
2.3.3 Código de Governança do IBGC.....	44
2.3.4 Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa	47
2.3.5 Nova Lei das S/A.....	50
2.4 Panorama da Governança Corporativa no Chile.....	51
2.5 Panorama da Governança Corporativa no México	56
3 INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELAS COMPANHIAS.....	64
3.1 Evolução de Mercado e Regulatória dos Fundos de Pensão e de Previdência no Brasil, Chile e México	68
3.2 Características dos Fundos de Pensão latino-americanos	74
3.3 Panorama da Previdência no Brasil	76
3.4 Panorama do sistema previdenciário chileno	85
3.5 Panorama do sistema previdenciário mexicano	93
3.6 Ativismo	102
3.7 Princípios para o investimento responsável	116
4 INSTRUMENTOS DE AVALIAÇÃO	122
4.1 Efeitos das Práticas de Governança Corporativa sobre a decisão de investimento .	127
4.2 Análise Empírica	147
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	156
REFERÊNCIAS	160
APÊNDICES	165

1 INTRODUÇÃO

Até o final deste século, a população mundial será formada por 10,1 bilhões de habitantes, contingente 44% maior que os 7,0 bilhões dos dias de hoje. A principal expansão, contudo, se dará até 2050, ano em que são estimadas 9,3 bilhões de pessoas.

Esses números foram recentemente apresentados no estudo *World Population Prospects – The 2010 Revision*¹, publicado pela Organização das Nações Unidas (ONU). De acordo com a análise da ONU, por trás dessa expansão populacional estão os índices de fertilidade e o aumento da expectativa de vida das pessoas. A primeira causa é observada nos países em desenvolvimento, sobretudo nos classificados como “alta fertilidade”², conceito que se aplica a 58 nações, quatro delas latino-americanas (Guatemala, Honduras, Bolívia e Guiana Francesa).

A segunda causa - o aumento da expectativa de vida das pessoas -, por sua vez, será observada em países com baixa e média fertilidade³. Segundo a ONU, a idade média da população será de 81 anos entre 2095 e 2100, 13 a mais que nos dias de hoje, refletindo-se, naturalmente, em um número maior de habitantes com mais de 65 anos.

Estima-se que 26% da população dos países classificados como “baixa fertilidade”, como Brasil e Chile, estarão nessa faixa etária em 2050, e 28% em 2100, números que superam a média atual, de 11% dos habitantes. Essa curva de crescimento também será acompanhada de maior longevidade. Hoje, a média de vida são 74 anos. Em 2050 serão 80 anos e, em 2100, 86.

Nos países com média fertilidade, como o México, o envelhecimento da população será mais lento. A expectativa de vida, que atualmente é de 68 anos, será de 77 em 2050 e de 82 em 2100. Ainda que o número de anos seja menor quando comparado ao de países de baixa fertilidade, a estrutura etária será similar. A ONU analisa que as pessoas acima de 65 anos, que hoje representam 6%, em média, da população desses países, representarão 26% dos habitantes em 2100.

¹ Publicado em 03 de maio de 2011. Disponível em www.unpopulation.org. Último acesso em 19 de maio de 2011.

² Em que uma mulher, em período reprodutivo (de 15 a 49 anos), é substituída por mais de 1,5 filha, em média, de acordo com o estudo.

³ Baixa fertilidade: Em que uma mulher, em período reprodutivo (de 15 a 49 anos), é substituída por menos de 1,0 filha, em média, de acordo com o estudo. Média fertilidade: Em que uma mulher, em período reprodutivo (de 15 a 49 anos), é substituída por 1,0 filha a 1,5 filha, em média, de acordo com o estudo.

Com maior número de idosos, maiores serão os desafios das economias para oferecer mecanismos que assegurem renda à população dessa faixa etária, fato que pode ser constatado ao observar as recentes medidas anunciadas por alguns governos da América Latina.

Desde as reformas dos sistemas de pensão da região - ocorridas principalmente na década de 90, transformando os modelos de repartição simples em capitalização individual -, a regulação dos países era restritiva, permitindo que os fundos de pensão investissem em um número reduzido de ativos. O grande foco eram os títulos de renda fixa, principalmente os emitidos pelos governos. Tal formato se mostrou bem sucedido até pouco tempo, período que somou um ambiente de taxas de juros e do início dos planos de previdência, momento em que os fundos receberam contribuições que superavam os valores resgatados.

Nos últimos anos, contudo, verifica-se uma mudança nesse contexto, com curva descendente nas taxas básicas de juros dos países da região, fato que pode se reverter em menores retornos aos investimentos de renda fixa. Essa nova realidade, somada ao aumento da população idosa, pode comprometer a renda dos contribuintes após o período laboral.

A fim de minimizar esse possível impacto, o arcabouço regulatório tem sido flexibilizado em muitos países, permitindo que os fundos de pensão passem a destinar os recursos que administram a outras alternativas de investimento, como as de renda variável (ações de companhias abertas ou títulos que tenham essas papéis como lastro). Os fundos de pensão chilenos, por exemplo, podem destinar a essas aplicações até 80% de seus portfólios. Os brasileiros, por sua vez, até 70%.

Essas reformas acontecem no momento em que a governança corporativa se destaca no debate sobre o desenvolvimento dos mercados de capitais latino-americanos. Nos últimos anos, muitas empresas captaram recursos para suas operações por meio desses mercados. No Brasil, onde está a maior bolsa de valores da América Latina⁴, mais de 100 companhias realizaram oferta pública inicial de ações (IPO, pela sigla em inglês) na BM&FBOvespa entre os anos de 2004 e 2010. Tal fato, em menores números, também se repetiu nas bolsas do México e do Chile, que ocupam a segunda e terceira posição, respectivamente, no ranking elaborado pela *World Federation of Exchanges*⁵.

Apesar do aumento no número de empresas negociadas nessas casas, os mercados de capitais ainda são pouco desenvolvidos, com baixos volumes de negociação e de liquidez,

⁴ Em valor de mercado, segundo dados da World Federation of Exchanges referentes a 2009, disponíveis em <http://www.world-exchanges.org/>. Último acesso em 19 de maio de 2011.

⁵ Referente às maiores bolsas de valores, da América Latina, em valor de mercado. Disponível em <http://www.world-exchanges.org/>. Último acesso em 19 de maio de 2011.

quando comparados aos de outros países, como o norte-americano e o europeu, conforme dados compilados pelo Banco Mundial⁶.

Uma das causas desse fraco desenvolvimento seriam os frágeis mecanismos de governança corporativa, conforme afirmam vários estudos. Boas práticas nesse sentido, ao serem adotadas pelas companhias abertas, poderiam contribuir como instrumentos para a valorização das empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento de seus respectivos mercados de capitais, dizem os pesquisadores. Tal expectativa tem feito surgir diversas iniciativas voltadas a incentivar as companhias a aderirem às boas práticas de governança corporativa, tanto por meio de revisão da legislação aplicável a esses mercados, como por esforços de autorregulação.

Os fundos de pensão e de previdência são investidores relevantes nesses mercados, peso que tende a ser cada vez maior com uma maior exposição de seus portfólios à renda variável. Mas até que ponto esses investidores observam e valorizam as boas práticas de governança corporativa que são adotadas pelas companhias?

O objetivo desta dissertação é mensurar como essas práticas são interpretadas pelos gestores de fundos de pensão e previdência do Brasil, do Chile e do México, e se esses aspectos influenciam a tomada de decisão do investimento.

Além de colocar a questão em debate, buscando mostrar a evolução do tema nos três países, a análise será embasada nas respostas dadas, pelos gestores, a questionário que abrange as práticas atualmente recomendadas às companhias, tanto pela regulação vigente, como pelas orientações emanadas por organismos internacionais e entidades de autorregulação.

Dessa forma, este trabalho está organizado em três seções. Na primeira, é feita uma revisão sobre a teoria da governança corporativa, sua relação com o desenvolvimento do mercado de capitais e um breve histórico da evolução do tema no Brasil, no Chile e no México. Na segunda seção, é abordado como os investidores institucionais (universo que inclui os fundos de pensão e previdência) podem influenciar a disseminação de boas práticas de governança corporativa entre as companhias. Finalmente, na última seção, são trabalhados e apresentados os dados coletados na análise empírica.

⁶ Disponível em <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. Último acesso em 19 de maio de 2011.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA – VISÃO GERAL

Ao analisar a história da governança corporativa, pode-se verificar que ela possui uma relação muito estreita com o desenvolvimento do capitalismo. Afinal, como o próprio nome sugere, o capitalismo compreende os modos de organização de sistemas econômicos embasados na produção e na alocação de capital.

Nesse sentido, a governança corporativa pode ser entendida, de forma ampla, como uma ferramenta do capitalismo, pois busca a alocação mais eficiente do capital, incrementando a produção (CARMO, 2006).

O capitalismo evoluiu de modo diverso nos vários países que o adotaram, cada qual com padrões de acumulação e distribuição de capitais particulares. Nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, por exemplo, prevalece há décadas o chamado capitalismo dos acionistas (*shareholder capitalism*), onde grande parte do financiamento das empresas advém de um mercado de capitais com imenso volume de investidores dispersos. Em outros países, como Alemanha e Japão, os investidores preferem aplicar suas economias em instituições financeiras. Estas, por sua vez, determinam como se dará a alocação do capital acumulado entre as companhias. Em vez de investimento em capital (*equity*), predomina o financiamento de dívida (*debt*), formato que ganha o nome de capitalismo dos bancos (*banking capitalism*). Um terceiro modelo de capitalismo, que foi adotado, no passado, por governos totalitários na Itália e no Japão, é aquele no qual o Estado acumula o capital via tributação e se torna o principal financiador das companhias, consagrando o modelo de capitalismo estatal (*state capitalism*). Em uma versão democrática, esse modelo de capitalismo foi e ainda é parcialmente adotado por inúmeros países por meio de suas políticas industriais, como Canadá, Índia e muitos dos países emergentes. Por fim, há o capitalismo familiar (*family capitalism*), caracterizado pelo aporte de recursos, pelos investidores, em capital de companhias cujo controle é concentrado e detido por algumas poucas famílias, modelo que prevalece nos países da América Latina (CARMO, 2006).

E é nos Estados Unidos, nesse contexto de capitalismo de acionistas – sedimentado por cinco grandes ondas de fusões e aquisições, ocorridas na virada do século XIX até 1905, de 1910 até a crise de 1929, de 1950 até a crise do petróleo de 1973, a da década de 80 e a de 90 - que as raízes do movimento de boas práticas de governança corporativa se fortaleceram e se expandiram para os demais modelos de capitalismo (CARMO, 2006).

Em estudo realizado logo após a crise de 1929 (também denominada Grande Depressão), Berle e Means (1932) verificaram que, nessa estrutura de capital dispersa (sem a existência de um acionista controlador, já que o capital social estava distribuído entre milhares de pequenos acionistas), a decisão dos negócios ficava nas mãos dos administradores, característica que propiciava que tais executivos nem sempre tomassem decisões em benefício dos acionistas, e sim em defesa de interesses particulares.

Para frear essa conduta oportunista por parte dos gestores da empresa, os autores defendem que a boa governança empresarial compreende a adoção de mecanismos que forcem os administradores (não-acionistas) a proteger o interesse dos acionistas, que seria, fundamentalmente, a maximização do valor das ações da companhia, resultado só atingido pela criação de valor da empresa.

A governança corporativa surge, nesse contexto, como uma forma de mitigar os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão de uma empresa. Esse entendimento, que por décadas predominou no debate sobre governança corporativa, foi analisado por Jensen e Meckling (1976) no contexto da Teoria da Agência.

Na clássica definição desses autores, os acionistas (que dentro de tal teoria ganham a denominação de principal) contratam os executivos (ou agentes, conforme o estudo) para gerir os negócios de forma a preservar o interesse dos proprietários. Seria racional, portanto, que o agente sempre buscasse desempenhar o papel para o qual foi contratado, mas nem sempre é o que se verifica. Na prática, cada um dos atores pode defender seus próprios interesses e maximizar os ganhos individuais. Por isso, é necessário encontrar formas de alinhar essas expectativas, e a governança corporativa surge como uma ferramenta para conciliar tais interesses.

Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Nessa relação entre acionistas e gestores, os primeiros podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Entretanto, esse mecanismo faz com que os acionistas incorram em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados de custos de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são o somatório dos (i) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente, (ii) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal, (iii) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo, e (iv)

perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Nesse sentido, estudos posteriores sobre o tema trouxeram novas definições para a governança corporativa, indo além do entendimento de que se tratava do conflito entre administradores e acionistas, apontado inicialmente por Berle e Means (1932). O estudo de Shleifer e Vishny (1986), por exemplo, define o termo como uma maneira de assegurar o retorno dos investimentos realizados pelos acionistas e credores, pelo fato de reduzir a ineficiência da alocação de recursos, incentivando os investidores a aumentarem suas participações na empresa.

Estudos mais recentes, dentre os quais se destaca La Porta et al. (1997), no entanto, têm demonstrado que o paradigma de Berle e Means (1932) é uma exceção restrita aos Estados Unidos e à Grã-Bretanha. Na maioria dos países, a estrutura de capital que predomina é a de um acionista majoritário, que detém o controle da empresa e que aponta seus administradores. Nesse contexto, ocorre uma mudança no paradigma de governança corporativa: a boa governança não mais consiste em proteger o interesse dos acionistas, mas em evitar que os acionistas controladores expropriem os minoritários.

Nessa estrutura de capital, pode existir casos de abuso dos direitos de propriedade pelo acionista controlador, traduzido como extração de valor da companhia em benefício próprio, causando prejuízo aos demais acionistas. Outras empresas podem, ainda, ser controladas por grupos de acionistas que nem sempre coincidem em seus interesses. Com isso, o abuso do poder de controle, em detrimento de outros acionistas, poderia ser exemplificado com práticas como transações com pessoas físicas e jurídicas relacionadas, identificação do controlador com os administradores e pagamentos de vultosas remunerações aos administradores/controladores, ágio pago em alienação de participações societárias e outros mecanismos.

Assim, a literatura sobre o tema sugere que a incorporação de melhores práticas corporativas seria uma forma para que as empresas consigam maximizar o valor gerado e, portanto, a rentabilidade do capital. Tais práticas deveriam promover o tratamento igualitário dos acionistas, transparência e qualidade das informações prestadas, responsabilidade nos sistemas de monitoramento e controle, além de prestação de contas pelos administradores das companhias. Com essas condutas, a companhia pode atrair a confiança dos investidores, pois quanto mais informado esse público estiver sobre os negócios da empresa, mais seguro estará de que seu dinheiro será administrado de forma eficiente e íntegra.

Por meio de boas práticas de governança corporativa, as empresas públicas e privadas conseguem diminuir os conflitos de interesse entre empresários, conselheiros de administração e diretores, eventos que tendem a impedir a criação de valor das companhias e a rentabilidade dos títulos por elas emitidos (DENIS, 2001; FAMA; JENSEN, 1983; HERMALIN; WEISBACH, 2003; JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os debates sobre o tema ganharam nova dimensão após o ano de 2002, com a crise de confiança dos investidores provocada pelos escândalos corporativos envolvendo empresas como Global Crossing (telecomunicações), Tyco (serviços e produtos de segurança), Enron (energia) e WorldCom (telecomunicações), que falharam em não ser transparentes na sua prestação de contas. Tais companhias foram acusadas de fraudes contábeis, envolvendo principalmente a adulteração de balanços contábeis, negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informação privilegiada (*insider trading*) e evasão fiscal. O escândalo da Enron, em especial, provocou forte repercussão. Era uma das empresas mais admiradas dos Estados Unidos, além de ser a sétima maior no País em valor de mercado. Sua falência – decorrente do escândalo – também provocou grandes prejuízos a seus funcionários, já que grande parte dos recursos do fundo de pensão do qual participavam estava alocada em ações da companhia. Além disso, levou à falência uma das cinco maiores companhias de auditoria do mundo, a Arthur Andersen.

Também em 2002 escândalos financeiros de grandes proporções na Europa continental vieram a público. Dentre os casos, destacam-se os da Vivendi (empresa de mídia e comunicação), Royal Ahold (varejo) e Parmalat (alimentos). Esses acontecimentos exemplificam o que acima foi mencionado - que nem sempre os agentes (executivos) atuam de forma a defender os interesses dos principais (acionistas). Ao contrário, acabaram expropriando valor da companhia com vistas a defender seus próprios interesses, como a maximização de seus ganhos.

Esses casos elucidam, ainda, que o conflito de interesses entre executivos e acionistas, materializado em condutas como o uso de informação privilegiada, falta de transparência na divulgação de informações e fraudes contábeis, provocou desdobramentos que foram além dos prejuízos causados às duas partes e às respectivas empresas. Os escândalos corporativos se refletiram em demissões, por exemplo, causando desajustes sociais no curto prazo e problemas potenciais no longo prazo, decorrentes da fuga dos investidores, aumento do custo de capital e redução dos investimentos.

O reflexo desses escândalos na economia também pode ser verificado com as oscilações dos principais índices das bolsas norte-americanas. O Nasdaq 100⁷ amargou, entre o início de 2000 até setembro de 2002, uma perda de 71,2%, de acordo com dados divulgados pela própria Nasdaq. O S&P 500⁸ apresentou queda de 44,5% entre janeiro de 2000 a setembro de 2002. Quanto às empresas do Dow Jones⁹, o recuo observado foi de 34% no mesmo período, segundo informações da *New York Securities Exchange* (Nyse).

O valor de mercado das empresas é outra maneira de analisar o comportamento das bolsas de valores. Considerando uma estimativa ampla para cerca de sete mil companhias abertas nos EUA, a desvalorização das ações entre março de 2000 e setembro de 2002 representou uma perda de riqueza de US\$ 7,6 trilhões, conforme dados divulgados pela Nyse.

Frente a esse panorama, a governança corporativa se fortaleceu como mecanismo para corrigir as distorções provocadas nas gestões das companhias, dominando as discussões não só no ambiente corporativo, mas também dentro dos governos, academia e imprensa.

O estudo *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, publicado pela consultoria norte-americana McKinsey em julho de 2002, mostra como a questão passou a ser valorizada por investidores. Três de cada quatro entrevistados pela consultoria afirmaram estar dispostos a pagar um prêmio pela boa governança corporativa. Esse prêmio corresponderia à diferença de preço do ativo emitido por empresas que adotassem boas práticas em comparação ao valor dos títulos de outras companhias, com resultados financeiros similares, mas sem governança.

A recente valorização dessas práticas desencadeou diversos estudos sobre o tema, publicações que trazem várias definições à governança corporativa. Contudo, todas convergem, de alguma maneira, a um sistema de normas, práticas e procedimentos que determinam e regulam as iniciativas dentro de uma empresa, de maneira que se estabelecem direitos, regras e obrigações aos diferentes envolvidos, como diretoria executiva, conselho de administração e acionistas. Com base nessas pesquisas, poderia afirmar-se que a governança corporativa estabelece a estrutura e as normas que regem ou determinam a tomada de decisões na companhia e os mecanismos de controle da mesma.

⁷ Inclui as 100 maiores empresas não-financeiras em valor de mercado, norte-americanas e estrangeiras, listadas na Nasdaq, principal instituição do país a operar no mercado de balcão.

⁸ Índice calculado pela Consultoria Standard & Poor's que reúne os maiores ativos em termos de tamanho de mercado, liquidez e representação de grupo empresarial negociados na Bolsa de Nova York (Nyse).

⁹ Índice usado para medir a performance do mercado norte-americano, composto pelas 30 ações mais negociadas na Nyse.

Boas práticas de governança corporativa

Dentre os recentes estudos sobre o tema, está o de Carvalho (2002), que define governança corporativa (ou governança empresarial), de forma bastante genérica, como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Ressalta, ainda, que a governança corporativa é um conjunto de regras que visam a minimizar os problemas de agência.

O problema de agência (ou agente principal), afirma Carvalho (2002), aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente (referido como *moral hazard* ou oportunismo).

Como bem apontou Silveira (2004), a discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada, por um lado, e por parte dos controladores, em empresas com estrutura de propriedade concentrada. Essas situações decorrem do problema de agência dos gestores, sua conduta em focar em benefícios próprios e não zelar pela riqueza de todos os acionistas, que é motivo pelo qual são contratados. Dessa forma, o entendimento da governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação.

Nesse sentido, o autor define a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. São práticas que permitem monitorar o risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados, hipóteses que decorrem fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, em que as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas.

Os mecanismos de governança corporativa são apresentados por Jensen em estudo publicado em 1993. Nele, são identificados os custos de agência (dando continuidade a sua teoria da Teoria da Agência, de 1976), divididos em (i) marco legal, (ii) concorrência nos mercados de produtos e insumos, (iii) mecanismos externos de controle e (iv) mecanismos internos de controle.

Várias publicações posteriores se dedicaram a estudar os tópicos apresentados por Jensen (1993). Em relação ao marco legal, Carvalhal da Silva (2004), por exemplo, destaca que a escolha entre financiamento por ações e endividamento depende da proteção legal dos acionistas, já que as regras legais e sua execução determinam a boa vontade dos investidores em financiar as empresas. Os acionistas tendem a exigir proteção maior do que as outras partes interessadas, não só porque são os últimos a receber em caso de quebra da empresa, mas também pelo fato de os contratos de dívida serem mais facilmente executáveis. Quando o risco de expropriação percebido pelos acionistas e credores diminui, as empresas se beneficiam do acesso a fontes externas de financiamento mais diversificadas e menos onerosas.

O marco legal também é abordado pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD), uma das instituições que mais tem avançado no sentido de estimular a aplicação de melhores práticas em matéria de governança corporativa. No documento que publicou em 2004 b, intitulado “Princípios de Governança Corporativa”, a OECD destaca que os investidores acionistas são detentores de certos direitos inerentes à titularidade de ações. Dentre eles, recebimento de lucro em montante proporcional à participação na sociedade, acesso à informação sobre a sociedade e direito de influenciar na gestão, basicamente por meio do exercício do direito de voto nas assembleias de acionistas.

Segundo a OECD (2004b), os direitos essenciais dos acionistas seriam (i) ter métodos seguros de registro de titularidade; (ii) comprar, vender ou transferir as ações detidas; (iii) obter informações relevantes sobre a sociedade de forma tempestiva e regular; (iv) participar e votar nas assembleias gerais; (v) eleger e destituir os membros do conselho de administração e (vi) participar dos lucros da empresa.

Para que essas práticas possam ser adaptadas às realidades de cada país ou região, a OECD recomenda que os requisitos legais e regulamentares que afetam as práticas de governo das sociedades numa jurisdição devem ser claramente articulados, garantindo a defesa do interesse dos diferentes acionistas. Além disso, devem estar em conformidade com o princípio do primado do direito, ser transparentes e viáveis para que sejam colocados em prática.

As autoridades de regulação e de supervisão, por sua vez, devem dispor dos poderes, integridade e recursos necessários para desempenharem os seus deveres com profissionalismo e objetividade. As decisões desses organismos devem também ser tempestivas, transparentes e amplamente divulgadas.

Além do marco legal, a Teoria da Agência, defendida por Jensen e Meckling (1976) aborda a concorrência nos mercados de produtos e insumos, ponto observado por Brambila

(2009), que atenta ao fato de que os processos de abertura comercial e globalização incrementaram a intensidade da concorrência enfrentada pelas empresas na maioria dos setores, cujas conseqüências se manifestam por margens de lucro menores e, portanto, menor rentabilidade para os investidores. Por isso, o principal desafio que os empresários, conselheiros de administração e executivos se deparam, em um ambiente globalizado de intensa concorrência, é conseguir rentabilidades (superiores ao custo de oportunidade do capital investido nos negócios) de forma sustentável em suas empresas.

Manter rentabilidades superiores na empresa depende, portanto, da capacidade da equipe executiva para criar valor nos negócios. A criação de valor, por sua vez, reside nos processos de inovação e planejamento estratégico da empresa, que são cruciais quando se opera em ambientes intensamente competitivos, segundo Brambila (2009).

Dentro da abordagem da Teoria da Agência, Silveira (2004) analisa os mecanismos internos e externos de controle como forma de alinhar os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. Silveira entende que a minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos, como o conselho de administração (que tem o poder de contratar, demitir e definir a forma de compensação dos executivos) e a estrutura de propriedade e controle. Por outro lado, mecanismos externos, como a presença de um mercado de aquisições hostis, acordos de financiamentos, leis e regulamentações, contratos trabalhistas, mercados competitivos e o ativismo de investidores institucionais, também contribuem para o alinhamento de expectativas.

Esses mecanismos, analisa Silveira (2004), fornecem os limites para as operações das companhias. Para que sejam tangíveis, traduzem-se em um conjunto de regras que recai sobre os participantes das atividades corporativas, como os gerentes, os trabalhadores e os fornecedores de capital (OLIVEIRA, 2005). Em linha com esse entendimento, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e Conselho Fiscal”. Já Gillan e Starks (2003) fornecem uma visão mais generalista e definem governança corporativa como “o sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações em uma empresa”.

2.1 Governança Corporativa e o Desenvolvimento dos Mercados de Capitais

A grande virtude do mercado de capitais é o fato de servir como via para que a poupança da sociedade seja usada na geração de riquezas. Como os investimentos neste mercado são destinados ao financiamento das empresas, possibilitam o crescimento das mesmas, o que se reverte em aumento de produtividade, conquista de novos mercados, geração de empregos, entre outros benefícios que, somados, levam ao desenvolvimento do próprio país. Os mercados de capitais, portanto, só existem porque há investidores que acreditam ser possível maximizar suas riquezas por meio dessa alternativa de investimento.

Tal confiança, contudo, é frágil. Reside no convencimento desse público de que a atuação das empresas — e de seus dirigentes — se reverterá em remuneração aos seus investimentos, e não em expropriação indevida dos lucros. Tal entendimento, por sua vez, sedimenta-se na credibilidade conferida ao mercado de capitais como um todo, estruturado sobre leis e regras que busquem assegurar que as companhias não omitirão a verdade sobre seu desempenho, divulgando informações necessárias, de forma eficiente, para que o público investidor possa analisar as vantagens e os riscos oferecidos em aplicar nos papéis que as companhias emitem.

Essa é a razão pela qual a governança corporativa tem sido importante para o desenvolvimento dos mercados de capitais, de acordo com recentes estudos. Entendida, de forma ampla, como o equilíbrio dos direitos de todos os acionistas — majoritários ou minoritários — a governança corporativa tem sido abordada como uma ferramenta de gestão que não abrange apenas a transparência na prestação de informações, mas também a adoção de regras que deleguem responsabilidades aos controladores e aos administradores, de forma que sirvam, da melhor maneira possível, para a criação de valor para todos os que investiram em determinada companhia, meta que se alcança ao perseguir seu crescimento.

A OECD e o *Internacional Finance Corporation* (IFC) defendem, no estudo intitulado *White Paper on Strengthening the Role of Institutional Investors in Latin American Corporate Governance*, publicado em 2009, que o grau de observância dos princípios básicos de bom governo das sociedades, por parte das empresas, é um fator com importância crescente para as decisões de investimento.

Nesse estudo, a governança corporativa é definida com uma visão ainda mais ampla, fazendo, pela primeira vez, uma relação entre as boas práticas corporativas e a responsabilidade socioambiental. Passa a ser definida como um bem público, podendo ser

considerada como um pilar para o desenvolvimento sustentável dos países, alinhada com as boas práticas ambientais e sociais.

O aumento do fluxo de capitais internacionais para os diversos mercados, assim como a presença crescente de companhias nos mercados globais, faz com que as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias estejam alinhadas as normas vigentes em outros países, já que a atual mobilização de capital permite que empresas possam obter financiamento dentro de um espectro muito mais amplo de investidores.

Para que os países tirem proveito de todos os benefícios do mercado de capitais global e também retenham investimentos de longo prazo, a adoção de práticas de governança corporativa por suas empresas deverá respeitar os princípios internacionalmente aceitos e ser percebida além das fronteiras (OECD; IFC, 2009). Além disso, devem ser desenvolvidas tendo em vista o respectivo impacto sobre o desempenho econômico do país e sobre a integridade de seu mercado. Deve considerar, ainda, a promoção de mercados transparentes e eficientes e os incentivos que cria para os participantes desses mercados.

Dessa forma, a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas ajudará a melhorar a confiança dos investidores nacionais, reduzir o custo de capital, reforçar o bom funcionamento dos mercados financeiros e, em última análise, criará fontes de financiamento mais estáveis (OECD; IFC, 2009).

A relação entre o desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado acionário, e o crescimento das economias dos países, tem sido abordada em diversos estudos, cabendo mencionar os de King e Levine (1993) e Levine e Zervos (1998). Segundo Carvalho (2002), esses trabalhos acadêmicos vêm moldando a percepção dos governos, que passam a ver tal relação.

Um exemplo dado por Carvalho (2002) é o pronunciamento feito pelo então presidente do Federal Reserve (FED), banco central norte-americano, que atribuiu ao desempenho do sistema financeiro daquele país as altas taxas de crescimento registradas nos anos de 1990.

Outra linha de pesquisa iniciada nos anos 1990 mostra que o grau de desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários (credores e acionistas) (GLEASER; JOHNSON; SHLEIFER, 2001; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; LA PORTA et al., 1997; LA PORTA et al., 1998). Sendo assim, pode-se afirmar, de acordo com Carvalho (2002), que a participação de minoritários está condicionada à eficácia da proteção de seus direitos, alcançável por meio de três elementos: conjunto de regras/leis (governança corporativa); disponibilidade de fluxo contínuo de informações relevantes (qualidade das informações

disponíveis) que permita aos minoritários avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*) e potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*).

Entende-se que o desenvolvimento do mercado de capitais está relacionado à existência de um sistema de informações confiável e oportuno. Ao englobar o princípio da transparência, a governança corporativa incentiva a divulgação precisa de informações financeiras e não-financeiras para permitir o acompanhamento das ações da organização pelos interessados (OECD; IFC, 2009).

Um mercado eficiente é aquele em que a reação de um grande número de compradores e vendedores define o preço dos valores mobiliários, refletindo as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. Um sistema de informações deficiente, por sua vez, possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns, em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também podem ser provocados pelo ritmo com que é feita a comunicação ao mercado, possibilitando o acesso de alguns públicos a certos dados antes de sua divulgação ampla.

Assegurar o acesso democrático à informação é a maneira mais efetiva de proteger os interesses dos acionistas minoritários de companhias, seus controladores e administradores. Ao mesmo tempo, essa conduta contribui para o aumento da confiança dos investidores no mercado de capitais de um país, ampliando a base de recursos disponíveis para os emissores, diminuindo o custo de captação.

Dessa forma, atrair e reter a confiança desse investidor são desafios que não cabem somente às companhias. Correspondem ao mercado como um todo. Aprimorar a qualidade da informação e desenvolver mecanismos isentos e eficientes para divulgá-las são alternativas para construir a credibilidade e, portanto, desenvolver o mercado de capitais.

Os mercados de capitais apresentam assimetria de informação, pois é natural que certos agentes detenham mais informações do que outros. O Conselho de Administração, por exemplo, conhece melhor as estratégias das empresas que seus acionistas. Os diretores sabem de uma aquisição ou venda antes de divulgá-la ao mercado. O diretor financeiro, por sua vez, é um dos primeiros a tomar conhecimento dos lucros ou prejuízos das corporações. Ter acesso a uma informação privilegiada não é crime. É algo inerente a algumas funções dentro das companhias. Crime, passível de punição, é fazer uso desses dados e obter benefícios à custa de terceiros, afetando a confiabilidade geral no mercado.

Nesse sentido, o aprimoramento no fluxo das divulgações das companhias deve inibir a utilização de informação privilegiada, uma vez que ela permite aos que a ela têm acesso

obter benefícios à custa de terceiros, afetando a confiabilidade geral do mercado. Por essa razão, cada vez mais as regulamentações em diversos países buscam alternativas para vetar esse tipo de conduta.

La Porta et al. (2000) argumentam que, quanto menor a proteção do investidor, maior é o padrão de concentração de propriedade entre poucos acionistas e maior os conflitos de agência entre grandes e pequenos investidores. Por outro lado, o desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível de proteção do qual gozam investidores minoritários (credores e acionistas) (LA PORTA et al., 1997).

Atrair e manter investidores por meio de informações divulgadas amplamente pelas companhias é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta, para o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e para maior captação, pelas empresas, de capital a preços competitivos. A proteção do público investidor pela divulgação de informações, por sua vez, transforma-se em um instrumento didático, influenciando favoravelmente a conduta da administração de suas companhias abertas.

Mudanças nos padrões de governança corporativa são difíceis de serem instituídas por meio da mudança de legislação em qualquer país. Isso ocorre porque um aumento nos direitos dos minoritários acarreta uma redução no valor do controle das empresas, o que se choca contra o interesse dos principais grupos econômicos. Em vista desta dificuldade, a criação de mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de governança corporativa tem sido usada como mecanismo de sinalização alternativo a reformas legislativas.

A publicação intitulada *Pension Trends*, editada pelo BBVA em 2009 sobre esse tema, afirma que as boas práticas de Governança Corporativa são indispensáveis para a integridade das empresas, instituições financeiras e mercados, e fundamental para a saúde das economias e sua estabilidade. As empresas que adotam tais práticas, destaca o estudo, incrementam sua eficiência, reduzem custos, limitam o risco e se legitimam frente à sociedade e mercados, o que redundando em incrementos de competitividade e em reduções no custo de capital, aumentando assim o valor das companhias e, por fim, favorecendo o crescimento econômico do país.

O Guia Prática de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Empresas da Mesa-Redonda Latino-americana do ano de 2009¹⁰, patrocinado pela OECD, mostra que as 14 empresas que pertencem a esse círculo (promovendo melhores práticas de governança corporativa) tiveram, entre 2005 e 2007, um Índice de Rendimento de Capital (lucro líquido sobre valor contábil do capital) de 21,7%, cinco pontos percentuais maior ao que apresentaram as empresas listadas em bolsa da América Latina (grupo de comparação). Por sua vez, as empresas desse Círculo apresentaram, entre 2005 e 2007, um Preço Valor Contábil (preço da ação sobre valor contábil da mesma) 61% superior ao das empresas do grupo de comparação.

As melhores práticas de governança corporativa têm, ainda, um efeito positivo sobre a liderança em tempos de crises financeiras. De acordo com o estudo, o Preço Valor Contábil das empresas do Círculo foi superior em 133% ao das empresas do grupo de comparação, em pleno período de crise econômica durante o ano 2008. O preço das ações das empresas do Círculo, também nesse período, diminuiu menos do que a média observada nas empresas do grupo de comparação.

Outro ponto destacado no estudo é que, no conjunto de empresas do Círculo, produziu-se um aumento de 8% nos preços das ações depois de anunciar notícias de melhorias em matéria de Governança Corporativa por meio dos meios de comunicação.

Adicionalmente, têm surgido evidências de que, para as economias em desenvolvimento, os potenciais benefícios de contar com um bom nível de governança corporativa são ainda maiores. Tipicamente, as economias em desenvolvimento não contam com mercados de capitais suficientemente desenvolvidos nem suficientemente amplos, o que limita e encarece o crédito às empresas que neles operem. As boas práticas de governança corporativa, nesse contexto, podem determinar as possibilidades e o grau com que as empresas poderão obter financiamento externo.

Silveira (2004) ressalta que as iniciativas de adequação (mudanças nas leis) são muito importantes, mas são as iniciativas de financiamento que podem ser decisivas para que as empresas efetivamente mudem suas práticas de governança corporativa. De forma objetiva, os

¹⁰ O Círculo de Companhias é composto por empresas de cinco países da América Latina, com ações negociadas nas bolsas locais e internacionais e que demonstraram liderança na adoção de boas práticas de governança corporativa, ajudando a desenvolver negócios e empresas mais sólidas. São elas: Atlas, da Costa Rica; Argos e ISA, da Colômbia; Buenaventura e Ferreyros, do Peru; Homex, do México; e CCR, CPFL ENERGIA, Embraer, Marcopolo, Natura, NET, Suzano e Ultrapar. Disponível em [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG_Guide_Full_Portuguese/\\$FILE/Guide_Portuguese.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG_Guide_Full_Portuguese/$FILE/Guide_Portuguese.pdf). Último acesso em 14 de junho de 2011.

controladores enfrentam a seguinte decisão: manter seus benefícios privados do controle com as práticas atuais de governança ou melhorar as práticas de governança de suas empresas, comprometendo-se a reduzir seus benefícios privados do controle (devido ao aumento da transparência e participação dos minoritários) em troca de um possível aumento do acesso ao capital, que, em tese, reduziria o custo de captação e proporcionaria uma valorização das suas ações.

O autor constata que o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas companhias depende fundamentalmente de ações institucionais e governamentais que facilitem o acesso ao capital pelas empresas com boas práticas de governança e que, principalmente, restrinjam o acesso ao capital externo para empresas com práticas ruins. A adoção de melhores práticas de governança representa um comprometimento do controlador em diminuir seus benefícios privados do controle, que são maiores em ambientes com fraca proteção legal. Ademais, a hipótese básica dos estudos sobre governança, conforme Shleifer e Vishny (1997) é a de que as empresas somente conseguem levantar capital externo para financiar seus projetos caso se comprometam a retornar o capital para seus investidores, isto é, caso se comprometam a não extrair benefícios privados do controle. Dessa forma, existe, em tese, uma relação entre benefícios privados do controle e acesso a recursos externos por parte das empresas, e os controladores deveriam racionalmente decidir instituir melhores práticas de governança apenas quando o valor do acesso a recursos externos para empreendimento de projetos rentáveis se mostrasse maior do que o valor a ser expropriado dos demais acionistas por meio dos seus benefícios privados.

Caso as empresas consigam ter acesso a recursos externos mantendo os benefícios privados dos seus controladores, a hipótese básica dos estudos sobre governança será rejeitada e não haverá nenhum incentivo para a adoção de melhores práticas de governança, que tenderão a permanecer ruins. Essa situação pode ocorrer caso existam veículos de financiamento públicos e privados dispostos a conceder recursos a tais empresas a custos competitivos. Ressalta-se, portanto, o papel crucial a ser desempenhado pelos bancos de desenvolvimento nacionais e internacionais, tradicionalmente fornecedores de recursos de longo prazo para grandes empresas. Esses órgãos, afirma o autor, podem ser grandes fomentadores do aprimoramento das práticas de governança pelas empresas, caso incluam a adoção de melhores práticas como requisito para concessão de financiamento. Por outro lado, podem ser grandes obstáculos ao aprimoramento das práticas de governança e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional, caso concedam recursos de longo prazo a baixo custo sem exigir melhores práticas de governança. As

agências de *rating* e os analistas de mercado também possuem papel relevante, caso passem a levar em conta as práticas de governança nas suas atribuições de risco de crédito e nas suas recomendações de compra e venda de ações, respectivamente. Na medida em que as empresas com boas práticas de governança tenham acesso a mais recursos e a um custo menor, provavelmente haverá uma constatação mais nítida do impacto da governança corporativa sobre o desempenho das empresas.

2.2 Governança Corporativa na América Latina

Como já mencionado anteriormente, os padrões de acumulação e distribuição de capitais se diferem entre os diversos países. Nos Estados Unidos, por exemplo, esse processo se deu por meio de um imenso volume de investidores dispersos, que destinaram seus recursos para o financiamento de empresas, formato que ganha o nome de capitalismo de acionistas (*shareholder capitalism*). Tal cenário se difere do encontrado na América Latina, em que predomina o capitalismo familiar (*family capitalism*), caracterizado pelo aporte de recursos, pelos investidores, em capital de companhias cujo controle é concentrado e detido por algumas poucas famílias (CARMO, 2006).

Essa diferenciação de estrutura faz com que haja uma clara distinção entre o problema básico de governança nas companhias norte-americanas e o problema básico de governança nas companhias brasileiras (ou latino-americanas, considerando a característica societárias comum dos países), segundo Silveira (2004). O autor, que analisa o ambiente econômico e a proteção do investidor, indica que a maioria das grandes companhias abertas norte-americanas, por serem caracterizadas por uma estrutura de propriedade difusa, com muitos acionistas, sofre uma clara separação entre propriedade e controle, entre quem é acionista e quem é gestor. No caso latino-americano, a situação é diferente. Existe uma sobreposição entre propriedade e controle, já que as companhias abertas possuem uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa de sua confiança para exercer tal função.

Como resultado, continua Silveira (2004), o modelo de governança norte-americano é caracterizado por acionistas relativamente fracos e executivos fortes, cujo principal desafio é fazer com que os gestores das companhias tomem as decisões no melhor interesse dos

acionistas. Essa tentativa de alinhamento dos interesses dos executivos aos interesses dos acionistas é buscada por meio de mecanismos internos, como um conselho de administração ativo e independente em favor de todos os acionistas, ou por meio de mecanismos externos, como um mercado de aquisições hostis ativo.

Já no caso latino-americano, como consequência da alta concentração da propriedade (principalmente das ações com direito a voto), o principal problema de governança ocorre entre acionistas controladores e outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e os credores de longo prazo. Dessa forma, o principal desafio na América Latina é fazer com que as companhias aprimorem suas práticas de governança para proteger os acionistas minoritários e os credores de longo prazo. Em outras palavras, é necessário um aumento da proteção ao investidor sob a forma de maior transparência das decisões tomadas pelos controladores e da garantia de voz aos minoritários, por meio de participação no conselho de administração ou de adesão da empresa a mecanismos eficientes e menos onerosos para a resolução de conflitos societários, como câmaras de arbitragem.

A alta concentração de capital na América Latina pode ser observada em um estudo elaborado pela consultoria Economática¹¹, que reúne 376 companhias negociadas na BM&FBovespa e 207 na Bolsa de Santiago, soma que representa as empresas que respondem por cerca de 99% da liquidez em cada uma das casas, segundo a consultoria. Do total de companhias no Brasil, 219 (58,2%) possuem mais de metade de suas ações com direito a voto nas mãos de um único acionista. Ao considerar os dois maiores acionistas, esse número se eleva a 282 companhias (75,0% do total).

No Chile, o retrato não é muito diferente. Das 207 companhias analisadas, 93 (44,9%) possuem suas ações com direito a voto nas mãos de um único acionista e 142 (68,6%) são controladas por dois acionistas.

A situação no México é similar à de seus pares latino-americanos. A Bolsa Mexicana de Valores (BMV) afirma que, em média, 53% das ações das 137 companhias listadas¹² estão nas mãos dos controladores.

Esse tema também é abordado em estudo publicado pelo BBVA em 2009, intitulado *Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP): el caso chileno*, que afirma que mercados em que a propriedade das empresas é altamente concentrada, como os acima mencionados, costumam apresentar, como consequência, uma escassa divulgação de

¹¹ Estudo elaborado com dados até 28 de março de 2011.

¹² Dados de 31 de março de 2011 fornecidos pela BMV.

informações, baixa participação de membros independentes nos Conselhos de Administração, mercados financeiros pouco desenvolvidos e com relativa baixa liquidez.

Esses pontos, entre outros, foram medidos pelo Banco Mundial em pesquisa datada de 2007, intitulada “*Doing Business 2008*”. O objetivo do estudo era medir o grau de proteção dos investidores, particularmente dos minoritários, frente a potenciais abusos por parte dos diretores e administradores das companhias. Foi avaliada a transparência das transações, a responsabilidade dos diretores e a facilidade que os acionistas encontram para processar judicialmente diretores e administradores.

Como se observa nos gráficos a seguir, Chile e México apresentam nota seis (de um máximo de dez) em relação à proteção ao investidor (Gráfico 1), marca que se iguala à média apresentada pelos países membros da OECD e que supera a média observada na América Latina (nota 5), que é a mesma apresentada pelo Brasil, outro país aqui estudado.

Quanto à responsabilidade dos diretores (Gráfico 2), o Brasil supera os outros países, com nota 7, seguido de Chile (6) e México (5). Ordem inversa se observa na avaliação sobre a divulgação de informação (Gráfico 3), na qual o México se destaca com a nota 8. Por fim, sobre a facilidade encontrada por minoritários para mover processos judiciais contra administradores (Gráfico 4), os três países apresentaram nota inferior à média da região, com o Brasil apresentando a pior performance entre eles (nota 2).

Gráfico 1 – Índice de proteção ao investidor

Gráfico 2 – Índice de responsabilidade dos diretores

Gráfico 3 – Índice de divulgação de informação

Gráfico 4 – Processos judiciais movidos por minoritários

Esses assuntos foram alvo de estudos da OECD e do IFC, e foram tratados na publicação intitulada Livro Branco para governança corporativa na América Latina, publicada em 2004a. O estudo traz um diagnóstico da região, e com base nesse levantamento define como seis prioridades e áreas de desenvolvimento estratégico das boas práticas de governança corporativa o (i) exercício do direito de voto; (ii) tratamento justo aos acionistas frente a mudança de controle ou fechamento da empresa; (iii) integridade da informação financeira, a fim de permitir a correta compreensão dos balanços; (iv) transparência em operações com partes relacionadas; (v) desenvolvimento de Conselhos de Administração atuantes e (vi) melhorias na qualidade, eficácia e credibilidade dos marcos regulatórios.

Outra análise sobre a governança corporativa nos mercados da América Latina é feita por Ferreiro (2006), que destaca a existência de seis características que condicionam o tipo de problemas que os países enfrentam, que seriam (i) concentração de propriedade; (ii) debilidades institucionais, (iii) grande presença de grupos empresariais, (iv) baixo desenvolvimento de soluções privadas, (v) crescente importância de investidores institucionais e (vi) crescente valorização da importância da boa governança corporativa, em linha com os pontos destacados pela OECD e pelo IFC.

Em relação à concentração de propriedade, Ferreiro (2006) destaca que essa característica favorece o risco de expropriação de valor por meio de manobras questionáveis,

como o abuso do poder de controle, operações com partes relacionadas por preços que não refletem o valor de mercado, ou processos de troca de controle em que o prêmio não esteja adequadamente distribuído entre os acionistas (*tag along*). Essa alta concentração de propriedade, de acordo com Ferreiro (2006), favorece o risco de operações com partes relacionadas, provocando prejuízos aos minoritários na transferência de riqueza.

Regras e supervisão de que são cumpridas também são pontos abordados pelo autor. Segundo ele, tanto o arcabouço regulatório como a capacidade de fazê-lo valer por meio da supervisão especializada ou por facilidade de os acionistas recorrerem aos tribunais de justiça, exibem insuficiências que dificultam a resolução rápida e tecnicamente apropriada dos conflitos que possam afetar a determinados investidores.

Além disso, Ferreiro (2006) observa que, na região, há uma baixa participação de iniciativas autorreguladoras, diferente dos Estados Unidos, onde proliferam as ações de classes. O autor acredita que alguns podem questionar a presença excessiva da autorregulação naquele País, mas afirma que não se pode negar que esse fator favorece a defesa dos interesses dos acionistas que se sentiram lesados pelas más práticas de governança corporativa. Já na América Latina, ressalta Ferreiro, o papel dos autorreguladores é discreto, o que impõe uma carga adicional ao regulador, que inevitavelmente precisa desempenhar um papel subsidiário, que poderia ser desenvolvido por entidades de autorregulação.

Outra característica apontada pelo autor é a crescente importância de investidores institucionais. Esses investidores, como fundos de pensão e de previdência, basicamente compram e mantêm por longo tempo suas posições de carteira, tanto em títulos de dívida como em ações. Essa prática, afirma, neutraliza a possibilidade de exercer a prática mais clássica de premiar e castigar nos mercados, que é se desfazer das posições. Em mercados pouco líquidos, como os latino-americanos, vender pacotes acionários compreende o risco de descontos em preço que um administrador fiduciário poucas vezes irá querer assumir. Isso faz com que esses investidores tenham uma visão de longo prazo em suas aplicações. Contudo, Ferreiro observa que ainda há uma relativa passividade dos investidores ou acionistas institucionais na região, o que faz com que o ativismo dos institucionais pareça ser um fenômeno dos Estados Unidos, já que nos países latinos essas condutas ainda possuem um menor peso relativo.

Por fim, Ferreiro (2006) menciona a crescente valorização da governança corporativa. O autor defende que existe evidência do prêmio que o mercado está disposto a pagar por boas práticas. Argumenta tal afirmação pelas classificações de risco das empresas, citando como exemplos casos na Rússia e na Coreia, onde a razão da melhoria na classificação de risco não

tinha a ver com elementos de risco de crédito, mas sim com elementos próprios da qualidade da governança corporativa. Isso tem relação com as lições aprendidas pelo mundo e pelos mercados de capitais há alguns anos, compara Ferreiro, quando a gênese dos principais escândalos financeiros não estava na deterioração progressiva e previsível do risco de crédito, mas sim em um escândalo letal derivado de falhas grosseiras na governança corporativa. Enron, Parmalat e Worldcom, cita o autor, são exemplos claros disso.

As reformas legais do marco regulatório na América Latina se concentraram nos anos 2000 e 2001, conforme será abordado mais adiante. Ferreiro (2006) analisa que, ainda que as mudanças delas decorrentes tenham significado um avanço importante, pode haver espaços para aperfeiçoamentos adicionais. O autor alerta, no entanto, que parece existir uma fadiga regulatória sobre essa matéria no continente, e o tema caiu na agenda das prioridades de política pública. Ferreiro acredita que a existência desse movimento deriva do debate nos Estados Unidos sobre custo/efetividade da regulação.

O autor também menciona que ainda são encontradas classes de ações com diferentes direitos políticos e econômicos (como as ordinárias e preferenciais, no Brasil). Observa, ainda, a convergência das normas internacionais de contabilidade ao padrão IFRS – *International Financial Reports Standard* –, o que será positivo, segundo Ferreiro, assim como o aprimoramento da regulação sobre operações com partes relacionadas.

Um ponto crucial sobre governança corporativa, na visão de Ferreiro (2006), é o papel desempenhado pelos conselhos de administração, já que é nessa instância que está a estrutura de decisão das companhias e o monitoramento das atividades dos administradores.

Nesse sentido, Ferreiro (2006) menciona um estudo da consultoria norte-americana McKinsey sobre os Conselhos de Administração de mercados emergentes, em que conclui que as principais características seriam (i) escassa independência, a qual é função dos graus de concentração da propriedade; (ii) escasso foco estratégico, uma vez que, analisadas as atas e o tipo e profundidade dos debates, observa-se que poucas decisões estratégicas são realmente resolvidas dentro do conselho; (iii) baixo acesso a informação relevante, já que a informação normalmente fornecida se concentra em temas rotineiros, e a informação necessária para a tomada de decisões estratégicas é escassa ou é recebida com pouca antecipação às reuniões dos conselhos; e (iv) escassa prestação de contas (*accountability*) e capacidade de sanção legal aos diretores.

Ferreiro também destaca que atualmente, na região, emerge um debate sobre o conceito de conselheiro independente, uma vez que, na América Latina, a independência que se busca, nesses membros do conselho, é a necessária para prevenir conflitos de interesse

gerados pelo abuso do poder exercido pelos controladores, uma vez que a estrutura de propriedade, na região, é concentrada.

Ao analisar como os países da América Latina estão respondendo aos desafios impostos pela governança corporativa, Ferreiro observa que muitas empresas que buscam acesso a capitais estrangeiros (como pela emissão de dívidas ou por negociar *American Depositary Receipts* – ADRs – na Bolsa de Nova York) se viram obrigadas a melhorar seus padrões de governança corporativa como condição necessária para cumprir as exigências dos investidores internacionais.

Por outro lado, ressalta, instituições de financiamento multilateral, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI) têm incorporado em seus programas de crédito às empresas o requisito de práticas de governança corporativa, obrigando o cumprimento de algumas condições básicas. Isso significa que a punição por não estar em linha com as melhores práticas de governança corporativa é, atualmente, mais alto que no passado, conclui Ferreiro (2006).

2.3 Panorama da Governança Corporativa no Brasil

O debate em torno da governança corporativa, no Brasil, intensificou-se bastante na última década, à medida que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários estão mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas, principalmente estrangeiros e investidores institucionais.

À mudança de atitude dos investidores institucionais se somam alguns fatores extremamente importantes: (i) internacionalização do mercado de capitais brasileiro, com número crescente de empresas acessando o mercado internacional por meio de *American Depositary Receipts* (ADRs); e (ii) abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais e aumento da importância dos investidores estrangeiros no mercado acionário nacional. Tais investidores são bastante seletivos, o que tem forçado algumas empresas a rever o tratamento dado a acionistas minoritários.

A abertura da economia brasileira, o aumento dos investimentos estrangeiros no País, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais, afirma Carvalho da Silva (2004), têm estimulado e

tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de governança corporativa. Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança das empresas no País, o autor destaca: criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo; a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01); a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o assunto.

O estado da governança corporativa no Brasil, conforme analisado por Carvalho (2002), pode ser bem compreendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário, que data do início dos anos 1970. Até então o mercado acionário era bastante desregulado. O governo da época tinha a percepção de que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do País e, em vista disso, criou uma legislação e desenhou incentivos para a promoção do mercado de capitais (Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM) e a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações – Lei das S/A) (BRASIL, 1976).

A lei buscava apresentar soluções para impulsionar tanto a demanda por papéis como a criação de um ambiente mais favorável para a emissão dos mesmos. Trabalhava-se com a hipótese de que havia falta de compradores. Por essa razão, o modelo foi largamente baseado em incentivos fiscais para a aquisição de ações, como o Fundo 157¹³. Também houve a criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão de comprar ações.

A maior parte das empresas era de propriedade de grupos familiares com capacidade limitada de investimento. A emissão de ações acarretaria o risco da perda de controle das empresas, o que consistiria um limite à oferta de ações.

Para aliviar tal gargalo, foi introduzida na legislação uma cláusula aumentando o limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%. Já as companhias cujo controle pertencia a acionistas estrangeiros, estavam limitadas a ter somente ações ordinárias (*one share, one vote*). Isso propiciava (e ainda propicia) a manutenção do controle com apenas 17% do capital. Posteriormente, com a mudança legal introduzida pela Lei 9.457 de 5

¹³ Criado pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967, tratava-se de uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

de maio de 1997, procurou-se compensar o direito de voto suprimido com o pagamento de dividendos 10% acima daquele pago às ações ordinárias (ações com direito a voto).

Carvalho (2002) observa que o uso de ações sem direito a voto, por permitir o controle de uma empresa com apenas 17% do capital, constitui um dos maiores incentivos à expropriação dos minoritários. Para cada real pago em dividendos, o controlador recebe menos de 17 centavos, uma vez que as ações preferenciais recebem 10% a mais que as ordinárias. Assim, qualquer outra maneira de retirar recursos da empresa, que não dividendos, torna-se muito atraente.

Como o *free float*¹⁴ de ações ordinárias geralmente é muito reduzido (o que não permite geração de liquidez), os minoritários tiveram de concentrar seus portfólios em ações preferenciais. Sem direito a voto, esses investidores se tornaram extremamente passivos. Soma-se a isso o fato de as bolsas de valores terem sido pouco ativas nas questões de regulação e proteção a minoritários.

Carvalho da Silva (2004) observa que, mesmo quando não existe um acionista controlador nas companhias brasileiras, o maior acionista possui parcela significativa do capital votante. As empresas são controladas, em média, por seus três maiores acionistas, de acordo com o autor. Também se pode notar diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos de grandes acionistas. Esse mecanismo parece ser usado pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa sem ter de possuir 50% do capital total.

A maior parte das companhias abertas brasileiras é controlada por grupos familiares. Essa classificação é seguida por investidores estrangeiros e, em menor parte, por investidores institucionais e pelo governo, segundo pesquisa de Carvalho da Silva (2004). Na média, os acordos de acionistas estão presentes em 23% das empresas brasileiras estudadas (de um total de 225). A maior parte das empresas possui estrutura de pirâmide, que tende a ser menos utilizada em empresas estatais e mais utilizada em empresas familiares e estrangeiras. A emissão de ações preferenciais é comum no Brasil, mas as ações ordinárias representam, na média, 53% do capital total das companhias. O percentual de ações ordinárias no capital total é menor nas empresas controladas por famílias e investidores institucionais; já as empresas estatais são as que mais possuem ações ordinárias em relação ao capital total.

De acordo com o autor, os resultados dos testes feitos em sua pesquisa revelam que existe relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança e

¹⁴ Parte do capital social em livre circulação no mercado, ou seja, são as ações disponíveis para negociação, excluindo as pertencentes aos controladores e as que estão na tesouraria da companhia.

valor de mercado, e a alavancagem política de dividendos das empresas brasileiras. As conclusões com base na estrutura indireta têm maior poder explicativo do que as variáveis da estrutura direta, já que, segundo Carvalho da Silva (2004), as variáveis da estrutura indireta realmente medem quem é, em última instância, o dono das empresas.

Apenas a partir de 1990, com a falência de algumas companhias abertas, fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança empresarial. A liquidação, pelo Banco Central, de grandes bancos privados revelou importantes esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trazendo dúvidas sobre a eficácia das auditorias independentes. Similarmente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias empresas evidenciaram a fraca administração e o claro abuso por parte de grupos controladores.

No mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) começaram a participar mais ativamente nos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em diversas empresas, principalmente nas privatizadas. O próprio modelo de privatização por meio de leilões influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado. A formação de consórcios popularizou um modelo de controle compartilhado, baseado em um acordo de acionistas¹⁵, em muitos casos com a participação de investidores institucionais. Os membros do consórcio compartilham os assentos nos Conselhos de Administração. Essa participação ativa dos investidores institucionais tem modificado sua atitude que, de passiva, passa a ser mais atuante e demandar melhores padrões de governança corporativa.

O programa de privatização também teve impacto negativo sobre a governança empresarial. Com o objetivo de viabilizar as privatizações e maximizar o valor do controle das estatais, a Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, retirou as cláusulas de *tag along* e direitos de recesso de minoritários.

Carvalho (2002) afirma que está bastante difundida a noção de que a governança corporativa é importante e que os agentes de mercado e autoridades devem empenhar-se para as empresas a adotem. No entanto, muito do debate existente carece de embasamento sobre qual é o objetivo último das práticas de governança. Nesse tópico, argumenta-se que as boas práticas dependem dos particulares conflitos de agência existentes.

Argumentou-se anteriormente que a governança é importante para garantir a eficiência na alocação de investimentos da economia. Com base nesse princípio, a governança

¹⁵ Previsto no art. 118 da LSA

corporativa seria um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que receberão retorno adequado sobre seus investimentos. Seguindo esse raciocínio, Carvalho (2002) conclui que as boas regras de governança dependem dos investidores e instrumentos financeiros considerados.

2.3.1 Iniciativas voltadas à adoção de boas práticas de governança corporativa

Ainda que a Lei das Sociedades por Ações (S/A) seja uma das mais antigas em vigor no País — data de 1976 —, os anos recentes trouxeram mudanças e avanços para o mercado de capitais brasileiro em termos de conceitos, exigências e condutas, novidades que estão alinhadas com os princípios da governança corporativa.

Por essa razão, algumas instituições de mercado, que reúnem grupos específicos de participantes desse segmento, passaram a organizar-se para incentivar que seus respectivos grupos passassem a observar práticas relacionadas à governança corporativa, condutas que a lei societária não tratava de forma expressa.

O estímulo à adoção dessas práticas foi se traduzindo em normas que iam além das previstas na legislação, instituindo procedimentos para a atuação profissional dos integrantes de tais organizações. No entanto, esses normativos não foram impostos. Ao contrário. A adesão a essas exigências — acompanhadas de fiscalização de seu cumprimento por parte das instituições — sempre foi espontânea.

As iniciativas de autorregulação também tiveram o intuito de estimular a retomada do mercado de capitais brasileiro. A década de 90 e os diversos eventos que a marcaram, como crises econômicas sucessivas, tributação excessiva e altas taxas de juros, enfraqueceram o mercado de capitais local. Esse conjunto de fatores fez com que o volume diário de negócios na Bovespa movimentasse US\$ 250 milhões no final da década, menos de um terço dos US\$ 700 milhões verificados poucos anos antes.

Um cenário como esse fazia com que companhias que tivessem interesse em emitir papéis para financiar suas operações recorressem a mercados mais desenvolvidos, sobretudo o norte-americano.

A essa realidade, somava-se um cenário em que predominavam empresas com estrutura de propriedade concentrada, propiciando excessos, por parte dos administradores, em prol dos majoritários.

Para mudar esse panorama, as instituições de autorregulação focaram nos fatores que poderiam influenciar. Sobretudo, no estímulo a novas condutas de gestão nas companhias.

Um mercado que reunisse sociedades com tratamentos mais democráticos, e com um comportamento empresarial superior, ajudariam a melhorar a percepção perante os olhos do público investidor, preparando o mercado para desenvolver-se em bases sólidas quando as condições econômicas fossem dadas.

Desde então, tem sido incentivada a adoção de práticas que fizessem com que as empresas se diferenciasssem ou agregassem valor aos seus negócios, sempre relacionadas à gestão ou à transparência na divulgação de informações. Para os investidores, comprar ou manter papéis de empresas com esses princípios é interessante, pois permite analisar e monitorar as decisões de investimentos, reduzindo as incertezas no processo de avaliação do risco. A retomada do mercado de capitais brasileiro, com emissões de ações e estréia de companhias na Bolsa a partir de 2003, é a melhor prova de que a estratégia fundamentada em Governança Corporativa deu certo.

2.3.2 Código de Autorregulação da Anbid

Os mecanismos de autorregulação surgiram, no Brasil, na segunda metade da década de 90, um dos momentos mais difíceis do mercado de capitais brasileiro. Raras eram as empresas que, naquela época, optavam por uma oferta pública de títulos para captar recursos. Se a emissão de papéis era a alternativa considerada pelas companhias, o destino certo eram as ofertas globais, que levavam para outros pregões, sobretudo ao da Bolsa de Nova York, os negócios com ações de empresas brasileiras.

A busca por caminhos para reverter esse cenário de descrédito passou a fazer parte de diversas discussões pelo mercado, principalmente nas rodas de seus participantes. O desafio era impulsionar uma retomada. O condicionante disso, entretanto, seria a conquista do público investidor, variável que se relaciona precisamente com a informação a que ele tivesse acesso.

Foi nesse contexto que surgiu a primeira iniciativa de autorregulação, o Código de Ofertas Públicas lançado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), em 1998. Tendo como princípio o fato de que uma melhor qualidade da informação conduz à credibilidade do público investidor, o projeto se concentrou em aprimorar os prospectos das

emissões públicas, tanto de ações quanto de debêntures, elevando-os ao padrão dos internacionais.

Prospectos são os documentos que introduzem as companhias aos mercados e a potenciais investidores. Reúnem dados acerca dos negócios e da estrutura de capital, por exemplo, sendo praticamente a única fonte de informação sobre uma empresa que vai pela primeira vez a mercado. Sua elaboração compete às instituições que assessoram a companhia nessas operações — os bancos de investimento —, intermediários que integram o quadro de associados à Anbid, bem como aderentes ao Código de Autorregulação para Ofertas Públicas.

Autorregular, em sentido amplo, é criar regras que deverão ser observadas por um grupo específico, comprometendo-se a ir além do que é exigido pela legislação. Assim, a iniciativa da Anbid buscou enriquecer o conjunto das informações que integravam o prospecto, estabelecendo parâmetros claros para sua elaboração. Passou a exigir que nele fossem incluídas informações obtidas pelos intermediários durante sua confecção, mas que não eram transmitidas ao investidor, como os fatores de risco e pendências judiciais, além de solicitar que os balanços passassem a ser comentados pelos executivos da companhia, justificando as variações de ano para ano. Dados como esses não constavam do conteúdo da Instrução CVM n. 13, que na época se aplicava a ofertas públicas. O conjunto de exigências dessa norma, que incluía os prospectos, fazia com que esses documentos fossem burocráticos e pouco informativos, resultando basicamente na repetição das informações que constavam do formulário IAN (Informações Anuais), apresentado à autarquia.

O mecanismo adotado a partir de então não só oferecia ao investidor um entendimento melhor da companhia emissora dos títulos, sobretudo a respeito dos riscos envolvidos na operação, como também passou a contribuir na criação de uma cultura de mercado nas empresas. Fez com que se iniciasse uma conscientização de que o maior beneficiado em tratar as informações com transparência é a própria companhia, pois permite criar uma melhor compreensão sobre seus negócios, favorecendo a formação de preço do ativo ofertado.

A criação desse Código, pela Anbid, mostrou que não é difícil instituir boas práticas quando as regras são elaboradas pelos próprios participantes do mercado, maiores interessados em agregar valor aos produtos que oferecem. Também influenciou, de forma importante, na percepção dos investidores, mostrando que os próprios agentes de mercado podem se organizar para elevar o padrão de funcionamento do setor, sem necessariamente ter a interferência de autoridades. Ser associado a uma instituição autorreguladora, portanto, transformou-se em um diferencial, pois reforçaria a imagem de fazer parte de um grupo comprometido com a valorização do mercado. A necessidade de ser percebido como um

desses adeptos deu origem ao selo Anbid, que chancela os prospectos de oferta elaborados de acordo com os preceitos do Código.

Somar a autorregulação ao papel de entidade de classe fez com que a Anbid ampliasse sua atuação, garantindo que as regras criadas fossem cumpridas por seus associados. A fiscalização, que também tem um caráter educacional, passou a ser exercida com cartas de advertência aos associados que não obedecessem o Código. Os infratores também passaram a ser penalizados com a instauração de processos e multas.

Ao longo dos anos, o código de autorregulação foi sendo aprimorado, incorporando novos assuntos. Temas como materiais e procedimentos necessários ao registro e análise de Oferta Pública de Aquisição (OPA), informações sobre empréstimos concedidos por bancos de investimento a empresas, vinculados a ofertas públicas, e publicidade, foram incorporados. Atualmente, os prospectos de oferta se tornaram alvo de polêmica, pois trazem inúmeras informações que ocupam, muitas vezes, centenas de páginas, resultando em um convite à não-leitura. As críticas enfatizam que passaram a ser usados como garantia jurídica e do coordenador da oferta, no sentido de disponibilizar a maior quantidade possível de informações para a tomada de decisão de investimento, em detrimento da qualidade, que se preocuparia em apresentar o conjunto de dados de forma clara e direta ao investidor.

A atividade de autorregulação foi ganhando importância à medida que o mercado de capitais se desenvolvia e se internacionalizava. A experiência com o Código de Ofertas Públicas fez com que a Anbid instituísse documentos que disciplinassem outros temas relacionados à atuação de seu grupo de associados, como fundos de investimento, serviços de custódia, certificação continuada de intermediários, serviços qualificados e a prática de *private banking*.

Essas iniciativas fizeram surgir uma harmonia entre regulação e autorregulação que, até então, não havia sido testada no mercado brasileiro. As regras referentes à confecção dos prospectos, do Código de Autorregulação, foram incorporadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2003, integrando as exigências da Instrução n. 400, que passou a regular as ofertas públicas em substituição à Instrução n. 13.

A sinergia entre os dois organismos só evoluiu e, em agosto de 2008, desencadeou entre ambos um convênio, ampliando a atuação da Anbid para a análise das ofertas públicas de ações e de dívidas, atividade antes centralizada na autarquia. A iniciativa passou a permitir que os associados da Anbid consigam obter o registro da CVM para ofertas que coordenam em um tempo menor.

Tal parceria delegou à Anbid (atual Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) a responsabilidade de analisar os documentos necessários para a concessão do registro, identificando eventuais problemas e solicitando a correção de dados nos prospectos para as instituições coordenadoras. O conjunto dos documentos só é remetido à CVM quando está em conformidade com os regulamentos.

Essa etapa prévia de análise permite à CVM conceder os registros de forma expressa, em até cinco dias úteis. Antes do convênio, operações simples, como a emissão de dívidas, consumiam dois meses, em média, para serem aprovadas pela autarquia. Processos de abertura de capital, até três meses, e casos mais complicados, como os de empresas *start up* (que não possuem operação quando solicitam o registro à autarquia), chegavam a demandar seis meses de análise.

O registro dessas ofertas na Anbid, quando coordenadas por instituição associada ou aderente ao Código de Autorregulação para Ofertas Públicas, já era necessário, porém era concedido após a CVM. O banco coordenador deveria providenciá-lo até 15 dias após a concessão do registro da oferta pela CVM. O convênio inverteu esse processo. Sua implantação ocorreu em etapas. Inicialmente, a Anbid analisava as operações de renda fixa (notas promissórias e debêntures) e ofertas de ações de companhias já listadas em bolsa. No primeiro semestre de 2009, as atividades foram ampliadas para as Ofertas Públicas Iniciais, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Desde então, 78 das 131 ofertas registradas na CVM foram previamente analisadas pela Anbima¹⁶.

2.3.3 Código de Governança do IBGC

Governança Corporativa é uma expressão que só começou a fazer parte do vocabulário das empresas brasileiras no final da década de 90. As primeiras recomendações sobre práticas que se enquadravam nesse conceito surgiram apenas em 1999, com o lançamento do Código de Governança Corporativa.

Esse documento, editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), não só marcou o pioneirismo no tema, mas também se transformou em referência para a

¹⁶ Dados até 03 de maio de 2011, disponíveis nos websites www.cvm.gov.br e www.anbima.com.br. Último acesso em 03 de maio de 2011.

conduta empresarial. Reeditado quatro vezes, sendo de 2009 a versão mais recente, tem buscado refletir os avanços e as tendências sobre o assunto ao longo desses anos, em compasso com o amadurecimento do mercado de capitais. De aplicação voluntária, as recomendações nele relacionadas dividem-se em seis temas, contemplando propriedade (acionistas, cotistas ou sócios), conselho de administração (representantes da propriedade), gestão (executivo principal e diretorias), auditoria (que deve ser independente), fiscalização (conselho fiscal) e ética (conflitos de interesses). Tal abordagem é bem mais ampla que a da primeira versão, que se concentrou principalmente no funcionamento, composição e atribuições dos conselhos de administração.

O IBGC é fruto da união de cerca de 20 profissionais de companhias brasileiras que buscavam alternativas para superar as deficiências dos conselhos que integravam. Assim, deram origem, em 2005, à Associação Brasileira de Conselheiros de Administração (ABCA), um fórum de discussão desses temas, sem viés de negócios. Porém, defrontaram-se com uma necessidade de atuação muito maior, já que melhores práticas dentro dos conselhos de administração envolvem condutas éticas, sobretudo a mitigação de potenciais conflitos de interesse. A função também inclui o respeito aos acionistas e a fiscalização dos gestores, assim como o acompanhamento dos trabalhos do conselho fiscal e das auditorias independentes.

Com a amplitude do contexto, a ABCA aumentou seu escopo de atuação e se transformou, em 1999, no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, fazendo do código a espinha dorsal de suas atividades. A elaboração do documento espelhou a reflexão e a experiência de seus membros sobre a Lei das S/A e sobre alguns trabalhos desenvolvidos no Brasil e no exterior. Reuniu as conclusões sobre o *International Comparison of Board Best Practices*, que analisava os quinze principais códigos em vigor, na época, nos Estados Unidos, além do documento “Governança Corporativa — subsídios ao código brasileiro de melhores práticas”, extraído do *Top Management Summit*, encontro que reuniu vários dos maiores empresários do país, promovido em 1997 pela Fundação Dom Cabral, em São Paulo. Também foi fundamentado pelo texto “O conselho de administração — recomendações e práticas para seu melhor funcionamento”, publicado em 1997 por Costa, o primeiro presidente da CVM.

A segunda versão surgiu em abril de 2001, trazendo questões que iam além dos conselhos, resultando em um texto mais abrangente que os semelhantes estrangeiros. Consolidou os argumentos técnicos ao princípio da equidade entre os diferentes acionistas e passou a discutir conflitos de interesse e ética. As recomendações foram estendidas a todos os

agentes da governança, somando ao conselho de administração o conselho fiscal e os gestores, enfatizando a necessária prestação de contas (*accountability*) das atividades desses indivíduos a quem os elegeram ou escolheu. Foram contemplados, ainda, temas relacionados a auditorias independentes, assunto que só passou a ser uma preocupação mundial anos depois, com os escândalos corporativos desencadeados pela Enron, companhia de energia com sede nos Estados Unidos (IBGC, 2001).

Na versão atualmente em vigor, foi incluído o princípio de responsabilidade corporativa, evidenciando a importância de integrar ações sociais e ambientais às econômicas, reconhecendo nesse conjunto uma alternativa de zelar pela perenidade das organizações.

Em sua primeira versão, datada de 1999, o Código centrou-se principalmente no funcionamento, composição e atribuições do conselho de administração, refletindo claramente a tendência dominante na época. Dois anos depois, a segunda versão incluiu recomendações para os demais agentes da Governança: conselho de administração, conselho fiscal, gestores, auditoria independente, além de abordar o princípio da prestação de contas (*accountability*). Já a terceira versão, de março de 2004, destacou-se por centrar nas questões ‘pós-Enron’ e na inclusão do princípio de responsabilidade corporativa. A intenção era atentar para a perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientações de estratégia empresarial (IBGC, 2004).

Mudanças no ambiente organizacional brasileiro, como o renascimento do mercado de capitais, o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso, fusões e aquisições de grandes companhias, reveses empresariais de veteranas e novatas e a crise econômica mundial, surgiram nos últimos anos. Esse conjunto de fatores trouxe à tona algumas fragilidades das organizações e de seus sistemas de governança, reforçando a necessidade da real adoção das boas práticas de governança corporativa.

É em meio a este cenário que teve origem o último processo de revisão do Código, cujo resultado culminou com o lançamento de sua quarta versão, ocorrido no mês de setembro de 2009. Balizado pelas novas demandas e realidade do mercado, o Código incorporou os debates e as adaptações, dividindo-os em três principais tipos de modificações: Inovação, Detalhamento e Revisão/Enxugamento.

Em Inovação foram acrescidas questões que se tornaram mais relevantes nos últimos cinco anos, como voto por procuração e *poison pills*¹⁷; enquanto em Detalhamento os temas

¹⁷ Mecanismos que servem ao propósito de evitar uma tomada indesejada do controle da companhia. São cláusulas estatutárias que previnem contra o aumento de participação de eventuais acionistas além do nível que os controladores da companhia consideram seguro.

mais importantes e/ou complexos, como eficácia dos conselhos de administração, transparência de atas e acesso às assembleias. A outra modalidade de alteração ficou por conta do amadurecimento do mercado, o qual viabilizou a revisão e/ou a supressão de conceitos incorporados nas edições anteriores.

A evolução do conteúdo do Código reflete as constantes discussões e o aprofundamento dos temas ligados à governança corporativa, motivo que faz deste documento referência nacional em conduta de gestão empresarial, e referência nas escolas de negócios.

O número de membros do IBGC, que eram cerca de 20 quando fundado, saltaram para 1,737 mil pessoas físicas e 177 pessoas jurídicas, de acordo com dados divulgados pelo Instituto em dezembro de 2010. Parte deles está envolvida em pesquisas e constante acompanhamento desses temas, em linha com o princípio do instituto, que é manter sempre atualizado o conteúdo do Código de Governança Corporativa.

2.3.4 Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa

Em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou três ambientes diferenciados de listagem – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado - que se diferem pelo crescente grau de exigência às companhias que deles participam em termos de práticas de governança corporativa. Negociar ações nesses ambientes diferenciados é uma decisão exclusiva da empresa. Porém, ao aderir de forma espontânea, a empresa se propõe, via contrato estabelecido com a Bovespa, a observar o regulamento e as exigências estabelecidas em cada um dos ambientes de listagem.

A iniciativa de estabelecer tais segmentos de listagem teve como intuito criar um círculo virtuoso entre companhias e investidores. Ao mesmo tempo em que estimulasse a valorização de empresas, por meio do reconhecimento de práticas diferenciadas de gestão, atrairia investidores dispostos a pagar um preço para se tornarem acionistas de uma companhia que, além de oferecer melhor qualidade na divulgação de informações, comprometia-se a tratar todos os sócios da mesma maneira.

As empresas listadas no Nível 1 se comprometem com maior transparência na divulgação de informações (*disclosure*) e com a dispersão acionária, além de manter em circulação uma parcela mínima de ações que represente 25% de seu capital social.

Essas exigências ganham acréscimos no Nível 2, ambiente que demanda que as companhias listadas promovam mudanças estruturais no tratamento dispensado aos minoritários. Na eventual venda da companhia, o novo controlador deve pagar, aos minoritários que detenham ações ordinárias — com direito a voto —, o mesmo valor pago aos antigos majoritários, prática que, pelo jargão do mercado, ganha o nome de *tag along*. Para os detentores de ações preferenciais, o *tag along* é de 80%. O regulamento prevê, ainda, direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias e realização de uma oferta pública para a compra de todas as ações em circulação, pagando, no mínimo, o valor econômico nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação. Eventuais conflitos societários, por sua vez, deverão ser encaminhados à Câmara de Arbitragem instituída pela bolsa de valores.

As regras estipulam, ainda, a obrigatoriedade de um Conselho de Administração, composto por pelo menos cinco membros, dos quais 20% devem ser independentes. Todos devem ser nomeados por mandato unificado de dois anos, permitida a reeleição.

No Novo Mercado, as companhias se submetem a todas as exigências do Nível 2, porém emitem apenas ações ordinárias.

Desde o lançamento, o regulamento desses níveis diferenciados de listagem já sofreu duas atualizações. Em 2006, foram incluídas definições para conselheiro independente, controle difuso e cláusula compromissória. Também foram abordadas exigências aplicáveis ao Conselho de Administração (prazo de mandato unificado ampliado para até dois anos, e composição de, no mínimo, 20% de conselheiros independentes, que deverão ser votados em separado, por minoritários). Nessa revisão foram, ainda, especificadas a divulgação de negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores, conselheiros fiscais – por grupo, ao invés de mostrar os nomes das pessoas, e instituiu a divulgação das demonstrações em padrão internacional somente consolidadas.

Na revisão seguinte, em 2010, foram incluídos tópicos que tratam de (i) exigências aplicáveis ao Conselho de Administração, como a vedação à acumulação de cargos de presidente do conselho e diretor-presidente, e a obrigatoriedade de manifestação do conselho de administração sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia; (ii) vedação a disposições estatutárias sobre quorum qualificado e cláusulas péticas; (iii) limitação de voto de, no mínimo, 5% e (iv) adoção e divulgação obrigatória de política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.

A esses ambientes diferenciados se soma o Bovespa Mais, segmento do mercado de balcão organizado que foi idealizado, pela BM&FBovespa (2005), a empresas que queiram

acessar o mercado de capitais de forma gradativa, que buscam a ampliação gradual de seu capital social em bolsa para financiar seus projetos de crescimento. A Bolsa informa que o segmento foi pensado para as empresas de pequeno e médio portes, mas não há um critério de volume de faturamento ou prazo de constituição. Basta que a companhia interessada comprove seu potencial de crescimento.

Preceitos básicos do Novo Mercado, como boas práticas de gestão, transparência nas divulgações e tratamento igualitário aos acionistas, além da adesão automática à Câmara de Arbitragem, base de capital composta somente por ações ordinárias e *tag along* de 100%, figuram no regulamento do Bovespa Mais. A diferença entre os dois é que um seria a etapa preparatória para o outro.

A ampliação da base acionária, por exemplo, é uma das exigências que ganham flexibilidade. O regulamento permite que aconteça de forma gradativa, em compasso a realidade da companhia, comportando emissões menores, de até R\$ 150 milhões. Permite, ainda, que a parcela mínima negociada em bolsa — 25% do capital, pelas regras do Novo Mercado — seja atingida em até sete anos.

Propostas como essas fazem do Bovespa Mais um facilitador para a construção de uma cultura de mercado nas companhias que dele participem. Além da instituição financeira, que atua como conselheira dessas empresas, a própria Bolsa oferece suporte às companhias na produção de relatórios de análise, coordenação de apresentações anuais ao mercado e envio de relatórios a investidores, iniciativas que contribuem para o aumento de visibilidade e criação de valor.

Criado em 2005, esse ambiente de negociação tem o intuito de fazer com que empresas de menor porte possam acessar o mercado de capitais como fonte de recursos, tornando-as atrativas a investidores voltados a aplicações de médio e longo prazos, que valorizem o retorno potencial e não a liquidez imediata.

Para que as companhias negociem seus títulos nesse segmento, mais do que cumprirem as exigências burocráticas obrigatórias — como a obtenção de registro de companhia aberta na CVM, registro das ofertas e o cumprimento de toda a rotina de divulgações obrigatórias e eventuais —, é necessário que estejam comprometidas em fazer do mercado de capitais o propulsor de seu desenvolvimento, decisão que deve ser refletida na adoção de elevados padrões de governança corporativa, na busca de liquidez das suas ações e na postura proativa para a conquista dos investidores.

2.3.5 Nova Lei das S/A

A Lei das S/A caminhou em direção à Governança Corporativa quando inclui, ao ser revisada, em 2001, cláusulas que diminuem a expropriação por parte dos controladores das companhias, equilibrando os direitos entre majoritários e minoritários, em linha com as iniciativas já instituídas pela autorregulação.

Dentre as novidades trazidas pela Lei n. 10.303 — a Nova Lei das S/A —, está o reestabelecimento do *tag along* aos acionistas minoritários, direito retirado da versão antiga da lei em 1997 e que impôs, aos investidores e ao mercado como um todo, enormes prejuízos. Com a reforma, os ordinaristas passaram a receber, no caso de venda ou troca de controle da companhia, uma oferta de 80% do valor pago aos antigos majoritários pelo novo controlador. Para os preferencialistas, o *tag along* não é obrigatório. Como contrapartida, as empresas têm de lhes oferecer a vantagem do dividendo, que deverá ser 10% superior ao valor pago às ações ON. Aos preferencialistas foi dada, ainda, a possibilidade de escolherem conselheiros, desde que representem fatia equivalente a 10% do capital social.

Foi imposto um limite para a emissão de ações preferenciais. Empresas constituídas a partir da publicação da Lei devem restringir as PN a 50% do total de ações emitidas, em vez dos 67% anteriores. Eventuais conflitos entre acionistas, sejam majoritários ou minoritários, podem ser resolvidos por previsões de arbitragem, desde que incluídas no estatuto social da companhia.

Um tratamento mais equitativo aos acionistas, em relação ao acesso às informações, também foi contemplado nessa reforma. Dentre as finalidades da CVM, foi incluída a proteção dos investidores contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. A nova lei determinou à CVM legislar sobre a prestação de informações por parte de vários *insiders* da companhia que, até então, a Lei n. 6.404/76 não falava expressamente. A inclusão de novos artigos, estabelecendo *disclosure* por parte de membros do conselho fiscal, dos administradores da companhia e de seus controladores, entre outros pontos, fez com que fosse preciso atualizar a Instrução CVM n. 31, regra publicada em 8 de fevereiro de 1984 que tratava da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. A norma que a substituiu foi a Instrução de n. 358, publicada em janeiro de 2002. Nela, a grande novidade foi a questão da política de negociação, cuja divulgação é facultativa. Entretanto, o próprio mercado passou a exigí-la,

transformando-se em prática padrão adotada pelas companhias e, finalmente, sendo transformada em norma pela Bovespa na revisão do regulamento do Novo Mercado, em 2010.

2.4 Panorama da Governança Corporativa no Chile

Não foi apenas nos Estados Unidos que escândalos corporativos, como os das companhias Enron e WorldCom, desencadearam reformas regulatórias e legislativas, direcionadas a disseminar boas práticas de Governança Corporativa. No Chile, em 1997, com o escândalo societário conhecido como “Caso Chispas” – quando a Enersis Chile, maior holding elétrica do país, foi vendida em circunstâncias irregulares à Endesa Espanha, o governo do Chile deu início a uma reformulação de sua lei de sociedades por ações.

Esse movimento resultou na reforma da lei do mercado de capitais, em 2000, que ficou conhecida como “*Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Opas) y el Gobierno Corporativo*” (Ley de Opas, 19.705), com a qual se deu início a uma nova etapa na regulação financeira. A nova lei alterou a *Ley de Sociedades Anónimas* (18.046) e a *Ley del Mercado de Valores* (18.045), que dispunham sobre práticas de governança corporativa. A primeira regula a administração da sociedade e define os direitos de controle dos acionistas, regulamenta o funcionamento das assembleias de acionistas, os conselhos de administração, os comitês de suporte ao conselho de administração e as transações com partes relacionadas, entre outras matérias.

A segunda, por sua vez, busca regular o funcionamento de todos os agentes que participam do mercado de valores do país, entre os quais está o mercado secundário, as bolsas de valores, classificadoras de risco, grupos empresariais e sociedades securitizadoras. Também indica os pré-requisitos para a constituição e estabelecimento das bolsas, classificadoras e securitizadoras, regula os direitos e obrigações dos participantes, incluindo o estabelecimento de sanções no caso de as regras serem infringidas.

Clarke (2009) comenta que o objetivo da reforma era contemplar as principais práticas internacionais de governança corporativa, de tal forma que o mercado chileno pudesse recuperar a confiança dos investidores estrangeiros, de maneira a impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais. Essa abordagem tinha como fundamento a crença de que o financiamento externo depende, em grande parte, da segurança societária ou percepção de risco corporativo dos investidores. Por isso, era necessário contar com uma estrutura de

regulação que protegesse adequadamente os acionistas minoritários e permitisse aumentar a liquidez e a transparência do mercado, o que fez com que o governo iniciasse o desenvolvimento de uma reforma legislativa. Portanto, uma boa governança corporativa deveria se traduzir em aumentos no nível de investimentos, eficácia dos mercados de capitais e aprimoramento das companhias. Dessa forma, promover o acultramento das companhias, com vistas a adotarem os mais elevados padrões de governança corporativa, foi tratado como ponto-chave para o crescimento econômico.

Tal fato mostra que o Chile percorreu o caminho inverso de Brasil e México. Enquanto os outros dois países estudados nesse trabalho tiveram, na autorregulação, as primeiras iniciativas para fomentar a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, o Chile optou por instituir tais práticas na lei. Com isso, fez com que a adoção das práticas de tornasse obrigatória e não espontânea, como nos outros casos.

Com a reforma na lei, o Chile queria tratar de dois problemas básicos, que eram as transações com partes relacionadas e prêmios por controle. No primeiro caso, ainda que já existissem regras no sentido de obrigar conselheiros e executivos a atuar em prol do melhor interesse da companhia, não havia uma regulação específica voltada a determinar procedimentos para realizar essas transações, que previsse inabilidades e que tratasse de conflitos de interesse. Dessa forma, a principal mudança foi no sentido de fortalecer as regras dos conselhos de administração em transações com partes relacionadas.

Já no segundo caso, era normal, no Chile, que os controladores vendessem suas participações nas sociedades com um grande prêmio pelo controle, sem estender as mesmas condições aos demais acionistas (direito denominado como *tag along*). Esse fato, levando em consideração a frequência de operações de mudança de controle – estima-se que, nos últimos 20 anos, mais de 80% das companhias abertas (cerca de 200) sofreram mudança de controle – era um desafio a ser superado (CLARKE, 2009). Com a promulgação da lei, foram estabelecidas as linhas centrais para os processos de troca de controle, criando-se um mecanismo obrigatório de oferta pública de ações (OPA).

Adicionalmente, foram introduzidas diversas mudanças na legislação do mercado de valores, sociedades anônimas, fundos mútuos e de investimento, com o fim de incorporar normas que melhorassem a estrutura de governança corporativa das sociedades anônimas abertas e investidores institucionais. Também foram instituídas reformas modernizadoras no mercado de capitais chileno em geral. Dentre elas, foram igualados os direitos aos acionistas detentores de ativos negociados no Chile ou detentores de *American Depositary Receipts*

(ADRs, negociados na Bolsa de Nova York) ou qualquer outra emissão de sociedades anônimas chilenas no exterior.

A *Ley de Opas* busca construir um contrato eficiente para evitar que os problemas vinculados aos preços de transferência e abuso de poder de controle prejudiquem os acionistas minoritários. Para isso, criou os comitês de suporte aos conselhos de administração e regulamentou as transações entre partes relacionadas. Para decisões societárias que pudessem afetar materialmente o patrimônio da empresa, estabeleceu que devem ser decididas com mais de 50% dos votos. Além dessas mudanças, concedeu o direito de retirada¹⁸, estabeleceu a ação civil derivada e introduziu o conceito de conselheiro independente, entre outras matérias voltadas a fortalecer os direitos dos acionistas minoritários. Essas medidas buscavam aumentar a confiança dos investidores, diminuir o desconto das ações, melhorar as condições de financiamento e gerar o interesse dos investidores nacionais e estrangeiros, potencializando o desenvolvimento do mercado de capitais.

Todos esses pontos incorporados na lei estão alinhados com as práticas de governança corporativa. Em relação aos comitês de suporte ao Conselho, a lei estabelece que devem ser formados por maioria de diretores independentes, sendo suas principais funções a de (i) examinar as informações financeiras; (ii) propor ao Conselho de Administração os auditores externos e as classificadoras de risco; (iii) examinar os sistemas de remuneração e compensação dos executivos; (iv) examinar as transações entre partes relacionadas e apresentar informes e (v) realizar outras funções estabelecidas nos estatutos das companhias ou as determinadas pelo conselho ou assembleia de acionistas.

Quanto a transações entre partes relacionadas, a lei imputa maiores responsabilidades ao Conselho de Administração da companhia. Se as transações abrangem valores elevados, o Conselho de Administração deve se pronunciar, no sentido de explicar se o valor deve ser ajustado, ou não, a preços de mercado. No caso de não ser possível determinar tal condição, o Conselho de Administração – com a abstenção do membro que tiver interesse na transação – poderá aprovar ou recusar a proposta ou, ainda, contratar dois avaliadores independentes.

Ao delegar maiores responsabilidades a esses administradores, a lei diminui os incentivos para utilizar esse mecanismo, fazendo com que as transações entre partes relacionadas se resolvam de forma transparente e sem prejuízo aos acionistas minoritários. Nesse sentido, também determina que os informes dos avaliadores devem ser colocados à

¹⁸ O direito de retirada, também denominado direito de recesso, consiste no direito de um acionista da estrutura societária de uma companhia mediante reembolso do valor de suas ações.

disposição dos acionistas e do Conselho de Administração, dentro do prazo de 20 dias úteis. Os acionistas que representarem 5% do capital, no mínimo, poderão convocar uma assembleia extraordinária para que nela seja discutida a transação, com o acordo dos outros 2/3 dos acionistas.

Ao abordar o direito de retirada, a lei de OPAs contempla, entre outros, as seguintes condições que dariam aos acionistas o direito de saírem da sociedade: (i) vendas de pelo menos 50% dos ativos; (ii) entrega de garantias de pelo menos 50% dos ativos e (iii) sociedades com uma concentração superior a 2/3 da propriedade.

Outro ponto que passa a ser previsto, na lei, é a ação civil derivada, que é definida como toda perda no patrimônio social como consequência de uma infração à lei ou aos estatutos da sociedade, a qual dá direito a qualquer acionista, grupo de acionistas (nacional ou estrangeiro) ou qualquer diretor, a demandar a indenização dos prejuízos a quem corresponda, em nome e benefício da sociedade.

Além disso, a reforma da lei passou a contemplar a faculdade de as empresas criarem duas ou mais séries de ações, ainda que não fosse uma prática comum do mercado local. As novas disposições determinaram que tal medida deve ser estabelecida em assembleia de acionistas, com quorum de dois terços das ações com direito a voto, e sua vigência máxima seria de cinco anos. Apesar da nova possibilidade, não foi verificada, na prática, a criação de nova série de ações pelas companhias chilenas, de acordo com a Bolsa de Santiago.

Com o objetivo de conferir maior proteção aos minoritários frente a operações de aquisições hostil de controle, a lei de OPA passou a dispor que (i) deverá ser realizada uma OPA quando acontecerem mudanças no controle da sociedade; (ii) quando houver a intenção de adquirir a matriz de um conjunto de sociedades, primeiro deverá ser realizada uma OPA por suas sociedades, sempre que elas representarem pelo menos 75% dos ativos consolidados da matriz; e (iii) para dar saída aos acionistas que sofreram a perda de liquidez dos títulos da companhia em questão, as concentrações maiores (2/3) obrigarão a efetuar uma oferta por todas as ações restantes.

Também estão previstas, na lei, rotinas de comunicação referentes às operações de tomada ou mudança de controle. Determina-se que a intenção de atingir o controle de uma sociedade deve ser informada ao público com uma antecedência de pelo menos 10 dias úteis, tão logo tenham sido iniciadas as negociações.

Além disso, todos os acionistas que possuírem 10% ou mais do capital deverão informar, quando novamente adquirirem ações da companhia em bolsa, se sua intenção é assumir o controle ou se é apenas investimento financeiro.

A lei também exige que os diretores emitam, de forma individual, um informe com sua opinião fundada sobre a conveniência da oferta para os acionistas. O diretor deverá sinalizar sua relação com o controlador e com o ofertante, e o interesse que possa ter na transação. Esses informes devem estar à disposição do público, juntamente com o prospecto.

De acordo com Clarke (2009), vários processos de troca de controle por meio de OPAs aconteceram após a mudança da lei, beneficiando-se amplamente os investidores minoritários da participação do prêmio por controle. Isso permitiu melhorar o processo de destinação de recursos na economia, estimulando mudanças eficientes de controle.

O autor observa que a média de operações com tomada de controle após a emissão da *Ley de OPAs* tem sido superior às marcas verificadas antes do ano 2000, o que claramente mostra que a nova regulamentação não foi um empecilho às atividades de fusão e aquisição. Ao contrário. Atualmente, afirma o autor, as mudanças de controle na sociedade se transformaram em um tema que interessa a todos os acionistas e não apenas aos acionistas controladores, pois esses investidores também passaram a receber prêmios pela troca de controle.

Em estudo elaborado pelo mesmo autor, verifica-se que entre os anos 2000 e 2005 – ou seja, após a reforma da lei –, os prêmios pagos pela mudança de controle foram 23% superiores aos preços de mercado. Antes da promulgação da lei, ressalta o autor, esse prêmio, além de ser pago exclusivamente aos controladores, em alguns casos superava os 100%.

Além de não desestimular as fusões e aquisições de companhias, as mudanças na lei chilena também não frearam as aberturas de capital. Ao contrário. Novas empresas recorreram à Bolsa de Valores para captar recursos para suas operações, conforme indica o quadro 1.

Quadro 1 - Ofertas públicas iniciais (IPOs) na Bolsa de Santiago

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Valor da Emissão(em US\$ milhões)	520,2	289,9	236,3	18,2	109,4	232,60
Nº de Companhias	5	3	2	1	3	1

Fonte: Bolsa de Santiago

Clarke (2009) afirma que os grupos controladores das companhias têm percebido os benefícios de contar com uma boa regulação em matéria de governança corporativa, o que tem implicado um ambiente mais transparente e confiável para fazer negócios e, também,

financiamento mais barato. Outras mudanças espontâneas também têm sido observadas, como o fato de várias empresas entregarem relatórios de governança corporativa ou de responsabilidades social empresarial (RSE) juntamente com seus relatórios financeiros anuais. Também adotaram códigos de ética, especialmente para o tratamento de conflitos de interesse e informação privilegiada, além de todas as companhias listadas em bolsa contarem, atualmente, com um departamento de relações com investidores.

O autor conclui que, com a *Ley de OPAs* e com as diversas mudanças regulatórias no âmbito de governança corporativa, uma mudança cultural foi provocada, o que tem sido um fator fundamental para aumentar a confiança, transparência e justiça do sistema, permitindo um maior desenvolvimento do mercado de capitais e o aperfeiçoamento do sistema de alocação de recursos da economia.

2.5 Panorama da Governança Corporativa no México

A abordagem do tema, no México, também começou com uma iniciativa de autorregulação. Em 1999, o *Consejo Coordinador Empresarial* (CCE)¹⁹ publicou o Código de Melhores Práticas Corporativas (CMPC), documento que reúne recomendações de condutas e rotinas para assembleias de acionistas, conselhos de administração e comitês de auditoria, além de avaliação e remuneração de executivos, e finanças e planejamento, indo além das exigências previstas em lei.

Na elaboração do CMPC, conforme explica o CCE em seu *website*²⁰, foram levadas em conta as características das sociedades empresariais mexicanas, como a alta concentração de capital das companhias nas mãos de poucos acionistas. Brambila (2009) destaca que uma das diferenças entre o CMPC e os códigos de outros países é exatamente o fato de o documento mexicano reconhecer que as empresas, naquele país, são fortemente marcadas pela

¹⁹ Associação formada por diversas entidades privadas com o objetivo de trabalhar temas econômicos e sociais das empresas. Criada em 1976, reúne, entre outras entidades, a *Confederación de Cámaras Industriales de los Estados Unidos Mexicanos* (Concamin), *Confederación de Cámaras Nacionales de Comercio, Servicio y Turismo*, *Confederación Patronal de la República Mexicana*, *Asociación de Bancos de México A.C.*, *Consejo Mexicano de Hombres de Negocios*, *Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros A.C.*, *Consejo Nacional Agropecuario*, *Cámara Nacional de la Industria de Transformación*, *Cámara Nacional de Comercio de la Ciudad de México*, *Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles*, *Consejo Empresarial Mexicano de Comercio Exterior, Inversión y Tecnología*, *Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales*. Informações em <http://cce.org.mx/>

²⁰ Hospedado em <http://cce.org.mx>

concentração de propriedade. Em sua grande maioria, são empresas familiares, fator que não deve ser modificado nos próximos anos, acredita. Por essa razão, informa o CCE, o código considera a origem das empresas, a estrutura acionária e a importância que certos grupos de acionistas exercem na administração das companhias.

O intuito do código, de acordo com o próprio documento, é o de (i) ajudar as companhias mexicanas a serem institucionais, competitivas e que se perpetuem no tempo; (ii) que possam ter acesso a diversas fontes de financiamento em condições favoráveis e (iii) que ofereçam confiança aos investidores nacionais e internacionais.

Uma versão revisada do Código, que incorpora as lições aprendidas com a aplicação do texto original e com experiências em outros países, foi lançada em novembro de 2006, reunindo 47 recomendações de melhores práticas de governança corporativa, termo definido no documento como sistema mediante o qual as sociedades são dirigidas e controladas.

Nessa versão, é dada especial atenção ao capítulo que trata das funções do Conselho de Administração e de seus comitês de apoio. Em particular, dos comitês de auditoria, de compensação e remuneração, e o conselho fiscal (ou comitê de Finanças). Dessa forma, declara que seus princípios “estão encaminhados a estabelecer as melhores práticas corporativas que contribuam para consolidar a integração e funcionamento do CA e seus comitês de apoio, os quais são aplicáveis a todo tipo de sociedades públicas e privadas em geral, sem distinguir seu tamanho, atividade ou composição acionária”.

O documento também passou a tratar de temas referentes a conflitos de interesse, o que fez com que abordasse a prevenção de atos e operações indevidas e incluísse uma recomendação para que o Conselho de Administração da companhia passasse a emitir códigos de ética e de responsabilidade social. O documento ainda inclui um questionário abordando cada uma das 47 recomendações, elaborado com o intuito de medir o grau de adesão das empresas listadas em Bolsa.

Com os novos temas tratados, o código afirma que um bom sistema de governança reúne, como características, o (i) tratamento igualitário e proteção dos interesses de todos os acionistas; (ii) reconhecimento da existência de terceiros interessados no desenvolvimento e perenidade da companhia; (iii) divulgação e distribuição responsável da informação, assim como a transparência na administração; (iv) segurança da existência de um monitoramento efetivo da administração e responsabilidade fiduciária por parte do Conselho de Administração; (v) identificação e controle dos riscos a que as empresas estão sujeitas; (vi) declaração de princípios éticos e de responsabilidade social empresarial (RSE); (vii) prevenção de operações ilícitas e conflitos de interesse; (viii) revelação de fatos indevidos e

proteção aos informantes; (ix) cumprimento das regulações a que esteja sujeita a sociedade e (x) dar segurança e confiança aos investidores e terceiros interessados na condução honesta e responsável dos negócios da sociedade.

Brambila (2009) destaca que, dentro da abordagem do tema governança corporativa, o lançamento do Código foi um marco para o mercado. Desde então, comenta o autor, foram observados grandes avanços em matéria de governança corporativa, tanto no marco legal e regulatório, como na incorporação de melhores práticas nas empresas listadas na Bolsa. Isso se deve ao fato de muitas práticas sugeridas no código serem inseridas na legislação societária anos depois.

A última revisão da *Ley del Mercado de Valores* (LMV) incorporou várias das recomendações feitas pelo CMPC, em particular as relacionadas com o número e características dos conselheiros independentes, e com os deveres de diligência e lealdade. Além disso, a Bolsa Mexicana de Valores (BMV) passou adotar o código como um documento oficial. Desde 2008, exige que as companhias preencham o questionário inserido no código e o encaminhem à BMV, obrigatoriamente, uma vez ao ano até o dia 30 de junho. Esse documento se soma a outros dois que as empresas precisam apresentar anualmente, que são as demonstrações financeiras e o informe anual.

O mercado de capitais mexicano e seus participantes são disciplinados pelo *Código de Comercio y Leyes Complementarias*, arcabouço que, dentre outras normas, abrange a *Ley General de Sociedades Mercantiles* e a *Ley del Mercado de Valores*, que abordam temas pertinentes às práticas de Governança Corporativa. Juntas, estabelecem os preceitos que permitem proteger os direitos dos acionistas, assim como as funções e responsabilidades básicas dos acionistas, membros do Conselho de Administração e o diretor geral das empresas com ou sem registro na BMV.

Ley General de Sociedades Mercantiles

Publicada em 1934, tem sido adequada ao longo dos anos, com sua última reforma datada de junho de 2009. Estabelece as formas de sociedade e os direitos básicos dos acionistas. Em relação ao primeiro ponto, dispõe sobre os diferentes tipos de sociedades empresariais, suas características e constituição do capital. Quanto aos direitos básicos dos acionistas, versa sobre administração e estrutura de governança, monitoramento da sociedade, publicação de informações econômico-financeiras e realização de assembleias gerais de acionistas.

Em relação ao último assunto, essa lei estabelece instruções precisas sobre as votações em assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, que em alguns casos representam um percentual do número de acionistas e, em outros, um percentual de representação de capital. A lei não faz menção às características dos membros do conselho de administração nem à utilização de órgãos intermediários ou comitês.

No artigo 112, está determinado que as ações devem ter igual valor e iguais direitos. No entanto, permite também a existência de ações especiais com direitos distintos, como não ter participação nos lucros (artigo 17). Já o artigo 113 estabelece que as ações devem ter direito a um voto, mas que o estatuto das companhias pode prever ações com voto limitado, aplicável às assembleias extraordinárias de acionistas, ocasiões em que se tomam decisões relacionadas com aumento ou redução do capital social, emissão de ações privilegiadas, amortização pela sociedade de suas próprias ações e emissão de ações conversíveis, emissão de bônus e qualquer outra modificação do estatuto social.

Brambila (2009) destaca que, ainda que tenham sido feitas várias reformas na legislação societária mexicana, a fim de instituir boas práticas de governança corporativa no México, características como as mencionadas acima – permitindo que as companhias abertas emitam diferentes classes de ações, com diferentes direitos – dá espaço para o abuso do poder de controle, por parte de acionistas majoritários, o que faz do investimento em ações pouco atrativo para o investidor minoritário.

Ley del Mercado de Valores (LMV)

Publicada em 1975, também vem sofrendo várias modificações, sendo a mais recente de 2009. Regula as ofertas pública de valores, sua intermediação, as atividades das pessoas e entidades que atuam no mercado, estrutura e operação do Registro Nacional de Valores e os alcances das autoridades responsáveis por promover o desenvolvimento equilibrado do mercado e a concorrência saudável²¹.

As práticas de governança corporativa foram introduzidas na revisão anterior, feita em 2006. Naquela ocasião, buscou-se melhorar a regulação da divulgação da informação e direitos dos acionistas minoritários. Nesse sentido, adotou normas já abordadas pelo Código de Melhores Práticas Corporativas (CMPC), como o detalhamento das funções e responsabilidades do Conselho de Administração e seus membros (art. 28) para cada tipo de sociedade, assim como das funções do administrador principal, denominado diretor geral, da

²¹ De acordo com www.bmv.com.mx.

sociedade anônima de que se trate. Também incorporou padrões mais compatíveis com as práticas internacionais, como o dever de lealdade e de diligência (arts. 30 a 40). O papel do comissário (interventor estatutário) foi substituído pelo papel do conselho de administração e do interventor independente. Os deveres também foram definidos para os comitês de práticas corporativas e revisam funções, assim como foram definidos os deveres para o CEO.

A lei determina que a administração da sociedade seja delegada a um Conselho de Administração integrado por, no máximo, 21 conselheiros proprietários (conselheiros titulares, detentores ou não de ações emitidas pela companhia, nomeados em assembleia geral de acionistas). Desses, 25% devem ser independentes, característica que, segundo a LMV, não permite que esses membros (i) sejam empregados ou contratados de alguma maneira pela sociedade; (ii) possuam influência significativa na mesma; (iii) detenham participação no bloco de controle da sociedade e (iv) sejam fornecedores ou que tenham qualquer tipo de parentesco até quarto grau na administração da companhia.

A assembleia geral se encarrega de nomear e ratificar os conselheiros proprietários e seus suplentes. O artigo 25 prevê que o conselho conte com um ou vários comitês, em especial os de práticas societárias e auditoria, os quais devem ser formados exclusivamente por conselheiros independentes e por um mínimo de três membros. A nomeação dos presidentes é feita em assembleia de acionistas.

Com as mudanças, os Conselhos de Administração mexicanos passaram a ter de contar com um ou mais comitês de suporte. Como o papel do auditor de contas (comissário) foi transferido, na lei, para o Conselho de Administração, tornando necessária a instituição de um comitê de auditoria, de práticas corporativas ou a contratação de um auditor externo. Tais comitês devem ser formados exclusivamente por conselheiros independentes e por um mínimo de três membros.

Os conceitos de dever de diligência e de dever de lealdade, não contemplados pela *Ley General de Sociedades Mercantiles*, foram abordados pela LMV, definindo diligência ao dever de os conselheiros agirem de boa fé e no melhor interesse da empresa. Lealdade, por sua vez, refere-se ao dever dos membros e do secretário do Conselho de Administração de guardar confidencialidades sobre a informação e assuntos que tenham conhecimento.

Com a reforma, os acionistas ganharam mais direitos que antes. Com 10% das ações, podem indicar um membro do Conselho e seu suplente, além de convocar assembleias gerais extraordinárias e terem o direito de atrasar o voto por três dias se acreditam que não foi fornecida informação suficiente sobre as matérias deliberadas. Com 5% das ações, podem

mover processos civis contra conselheiros e executivos, e com 20% do capital podem apresentar a oposição legal às resoluções da assembleia.

Também passou a proibir ou penalizar práticas que no passado eram utilizadas por algumas empresas para que as ações do grupo de controle da companhia tivessem caráter de “super voto”, em detrimento dos minoritários.

Essa lei, no entanto, permite a emissão de diferentes séries de ações com voto limitado, e o direito de igual compensação em caso de liquidação ou transferência da sociedade não está claramente estipulada. Por isso, Brambila (2009) ressalta que, em matéria de proteção dos pequenos investidores, há um bom caminho a ser percorrido.

As diferentes séries de ações também expõem o mercado de capitais mexicano a conflitos de agência, conforme menciona Familiar Calderón (2003), que observa a existência de uma minoria de acionistas exercendo o controle, em detrimento dos demais. Além disso, essa minoria, muitas vezes, controla as empresas com pequenas participações no capital.

Além dessas mudanças (alinhadas com práticas de governança corporativa), a LMV expandiu a autoridade da *Comisión Nacional Bancaria de Valores* (CNBV) e estabeleceu três tipos de sociedades anônimas, com o propósito de fortalecer os mercados de capital do país, facilitando a capacidade das pequenas e médias empresas para obter capital e para se listarem em Bolsa. Esses tipos de S.As passaram a ser denominadas *Promotoras de Inversión* (SAPI), *Promotora de Inversión Bursátil* (Sapib) e *Bursátil* (SAB). A principal diferença entre esses tipos de sociedades anônimas está em sua estrutura de governança corporativa, descritas no quadro 2.

Quadro 2 - Governança Corporativa das Sociedades Anônimas do México

	Tipo de Sociedade			
Estrutura de Governança	S.A.*	SAPI**	SAPIB***	SAB****
Conselhos de Administração	Sim	Sim	Sim	Sim
N. membros	2 ou mais	2 ou mais	2 ou mais	Até 21
N. Conselheiros Independentes	Nenhum	Nenhum	Mínimo de 1	20% do total
Comitê de Práticas Societárias	Não	Não é obrigatório	Formado e presidido por conselheiros independentes	Formado e presidido por conselheiros independentes
Comitê de Auditoria	Não	Não é obrigatório	Sim	Sim
Divulgação Demonstrações Financeiras	Não é obrigatório	Não é obrigatório	Sim	Sim
Comissário	Sim	Não	Não	Não

*S.A. Sociedad Anónima.

**SAPI Sociedad Anónima Promotora de Inversión

***Sapib Sociedad Anónima de Inversión Bursátil

****SAB Sociedad Anónima Bursátil

Fonte: Brambila (2009), preparado a partir da LSM e LMV.

Como já mencionado, a estrutura da propriedade das companhias abertas ou fechadas, no México, caracteriza-se por ser familiar e mostrar alta concentração. Isso faz com que a presença, nos Conselhos de Administração, de acionistas que compõem o bloco de controle, seja relevante. Segundo o *Board Index*²², esses acionistas detêm 31,7% dos assentos dos conselhos. Já a participação de executivos ou empregados nos conselhos é relativamente pequena em ambos os tipos de empresas, o que implica que as cadeiras estejam ocupadas majoritariamente por familiares e membros independentes. A publicação permite verificar que o percentual de conselheiros independentes nas empresas não listadas é maior que os 25% exigidos pela LMV. Também chama a atenção que a participação de estrangeiros nos conselhos das empresas não listadas seja três vezes maior que nas listadas.

Em 2003, tanto um documento publicado pelo Banco Mundial (ROSC) como um informe divulgado pelo *Instituto Internacional de Finanzas* (IIF), do México, destacaram que os avanços no sentido de estabelecer uma estrutura bem-sucedida e uma cultura para as boas práticas de governança corporativa precisariam respeitar a concentração da propriedade e a

²² Estudo divulgado em 1997 pela revista *Líderes Mexicanos*. A publicação, que está disponível em www.lideresmexicanos.com, não foi atualizada após essa data. Último acesso em 11 de abril de 2011.

estrutura de controle de muitas empresas mexicanas. Contudo, o documento do IIF cita vários estudos que indicam que a adesão aos princípios do Código de Governança Corporativa ainda não são observados, com frequência, em relação à composição do conselho, à independência do comitê de auditoria ou à existência de um comitê de compensação e avaliação. Também não é comum a prática de divulgar os critérios e valores das remunerações aos executivos. No entanto, especialmente no âmbito da independência dos conselheiros, nos avanços no sentido de incluir membros independentes nos Conselhos, e em instituir comitês de auditoria, já eram observados ganhos no momento das avaliações de 2003. Alguns autores acreditam que houve mais avanços desde então, já que foram inseridas, em lei, disposições referentes a governança corporativa, como já abordado.

Brambila (2009) descreve a situação da governança corporativa no México a partir de duas perspectivas. Menciona que, em matéria de regulação, o país parece ter feito a tarefa de reformar seu aparato legal para modernizar e incorporar sistemas de governança corporativa tanto nas rotinas das companhias como nas condutas dos principais participantes nos mercados de valores e capitais. O processo foi árduo, observa o autor, mas foi alcançado. A outra perspectiva, diz, indica que o caminho legal escolhido requer um esforço dinâmico, agressivo e efetivo de supervisão e administração do marco legal. As evidências disponíveis no momento, afirma, indicam que isso não está ocorrendo. Como resultado, conclui Brambila, o México ainda conta com um mercado de valores pequeno, cujo desenvolvimento incipiente limita o desenvolvimento e aprofundamento dos demais mercados de capitais.

3 INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA ADOÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELAS COMPANHIAS

Em ambientes marcados pela alta concentração de propriedade, como os da América Latina, os investidores institucionais²³ podem ter importante influência na adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das companhias. Essa afirmação, encontrada no *White Paper* sobre Governança Corporativa publicado em 2009 pela OECD e pelo IFC, é sustentada pelo impacto positivo que a governança tem na proteção dos interesses dos acionistas minoritários e na contribuição para um desempenho melhor dos negócios, contribuindo para a criação de valor das empresas.

A presença de investidores institucionais é um crescente e importante mecanismo de controle externo que vem afetando a governança das empresas por todo o mundo, conforme Oliveira (2005). Seriam várias as formas de esses investidores exercerem tal influência, diz o autor. Podem estabelecer políticas de remuneração dos executivos, participar dos Conselhos de Administração, vender suas ações ao invés de tentar instigar mudanças nas empresas ou podem expressar suas opiniões de forma mais agressiva através da imprensa ou campanhas de mídia quando os executivos não aceitam suas sugestões a respeito da gestão da empresa.

Na mesma direção, outro estudo, de Torres (2008), afirma que a participação de investidores institucionais monitorando seus investimentos possivelmente contribuiria para uma maior transparência das empresas.

Oliveira (2005) lista algumas opiniões de autores sobre o monitoramento da gestão das companhias por parte dos investidores institucionais. Dentre elas, a de Becht, Bolton e Röel (2002), que defendem que o controle por meio do Conselho de Administração, apesar de importante, de forma geral é sujeito às regras das próprias empresas e regulamentações do mercado acionário que impõem limites a estes poderes, e que variam muito significativamente entre as nações.

Também menciona Gillan e Starks (2003), que observaram que historicamente investidores institucionais têm preferido a liquidez ao controle. A habilidade de exercer o controle sobre o gerenciamento de empresas vem aliada a um sacrifício de liquidez, custo que é considerado inaceitável por alguns estudos, como o de Becht, Bolton e Röel (2002). Nesse texto, os autores tomam como exemplo o fato de que a concentração das ações pode reduzir o

²³ Inclui diversos perfis de investidores, como fundos de pensão, bancos, grupos de grandes investidores e fundos mútuos.

número de transações desses ativos, diminuindo a liquidez e, conseqüentemente, comprometendo não só a precificação do título pelo mercado, como também dificultando que, eventualmente, o próprio investidor consiga vendê-lo.

Considerando tal dilema, Oliveira (2005) afirma que o incentivo e a eficiência do monitoramento de companhias variam de acordo com a comunidade de investidores institucionais. Podem ser identificados dois tipos de investidores institucionais: os sensíveis à pressão (*pressure sensitives*), como bancos e companhias seguradoras; e os insensíveis à pressão (*pressure-insensitives*), como os fundos mútuos e os fundos de pensão independentes.

Os investidores sensíveis à pressão são os que possuem um relacionamento comercial, potencial ou corrente com as empresas em que possuem investimento. Desta forma, mostram-se menos ativos no monitoramento dessas companhias, tendo sido observados como mais amigáveis aos gestores das empresas do que outros tipos de investidores institucionais (os insensíveis à pressão).

A questão da liquidez também é considerada no *White Paper* da OECD e do IFC (2009). Porém, com o enfoque de que a baixa liquidez verificada na maioria dos mercados latino-americanos faz com que os fundos de pensão mantenham em suas carteiras as ações das empresas por prazos mais longos, fato que seria uma forte razão para considerarem as práticas de governança corporativa como um caminho para agregar valor às companhias no transcurso do tempo, dando suporte às estratégias de crescimento de longo prazo desses fundos.

Nesse sentido, diz o documento, o arcabouço legislativo e regulatório da América Latina tem dado particular prioridade para encorajar os fundos de pensão a adotarem essa postura. Como administram a poupança de seus participantes, servem ao interesse público, razão pela qual precisam exercer a vigilância na proteção dos benefícios futuros desses poupadores.

Há outra questão, além da liquidez, que faz com que a governança corporativa seja uma ferramenta importante para a tomada de decisão de investimento aos fundos de pensão e previdência, que é o dever fiduciário, característico da atividade que exercem.

A responsabilidade dos gestores para maximizar os recursos dos participantes desses fundos é prevista nas diferentes legislações. No Brasil, a Instrução 306 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), publicada em 1999 para regular a administração de carteiras de valores mobiliários, prevê em seu artigo 14 que a pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar algumas regras de conduta, dentre as quais o cuidado e a diligência, no exercício de sua atividade, que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por

quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua gestão. Também lista, no mesmo artigo, características básicas dos serviços a serem prestados, que incluem a necessidade de evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes.

No Chile, o *Decreto Ley 3500*, que é a lei de pensões daquele país, estabelece em seu artigo 45 que “os investimentos que forem feitos com recursos de um fundo de pensão terão como únicos objetivos a obtenção de adequada rentabilidade e segurança”. Além disso, no artigo 147 da mesma lei se lê que “as administradoras deverão efetuar todas as gestões que sejam necessárias para assegurar a obtenção de uma adequada rentabilidade e segurança nos investimentos dos fundos que administram”.

O tema, no México, também é tratado em lei. O artigo 18 da *Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro*, que regula o sistema previdenciário do País, prevê que “as administradoras deverão tomar todas as providências que forem necessárias para alcançar uma adequada rentabilidade e segurança nos investimentos das sociedades de investimento que administrarem. Em cumprimento de suas funções, atenderão exclusivamente ao interesse dos trabalhadores e assegurarão que todas as operações que realizarem para investir os recursos dos trabalhadores sejam feitas com esse objetivo”.

Em linha com as determinações legais, Ferreiro (2006) acrescenta que os administradores de fundos de pensão devem zelar pela qualidade de governança corporativa das empresas nas quais investem, medida que conduziria a uma adequada rentabilidade e segurança a seus afiliados. Como estão indiretamente obrigados, pelo mandato da lei, a zelar pelo patrimônio de seus clientes, deveriam promover melhorias nas práticas de governança corporativa. Fomentar a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias teria impacto positivo na rentabilidade dos investimentos, acredita o autor, já que, afirma, o mercado confere um prêmio a empresas que incorporam os princípios de governança em sua gestão. Assim, a expansão dos investimentos dos fundos de pensão em títulos corporativos, ações e bônus requer, como contrapartida, uma atitude diligente e exigente de seus administradores para velar pela qualidade da governança corporativa das empresas em que investem.

Ferreira defende, ainda, que promover as melhores práticas de governança corporativa é uma exigência política desses fundos de pensão. É muito provável que qualquer problema em alguma empresa na qual invistam, que seja consequência de uma falha em sua governança corporativa, e que provoque uma perda aos investidores, por pequena que seja, será considerado pela opinião pública como resultado de uma falha no cumprimento de seu dever fiduciário.

Essa situação poderia abrir questionamentos de diferentes tipos ao regime legal dos fundos de pensão e, eventualmente, modificações regulatórias que afetem negativamente sua rentabilidade futura.

Sendo assim, Ferreiro (2006) ressalta o papel crucial desses investidores, cujo horizonte de investimento é o longo prazo. Eles podem desempenhar, no entendimento do autor, o papel de grandes fomentadores do aprimoramento das práticas de governança pelas empresas, caso incluam melhores práticas de governança como requisitos para a decisão de seus investimentos. Por outro lado, podem ser grandes obstáculos ao aprimoramento das práticas de governança e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais de seus países, caso concedam recursos de longo prazo a baixo custo sem exigir melhores práticas de governança.

Segundo a OECD e o IFC (2009), o grau com que tais administradores de fundos de pensão veem a promoção da transparência e da governança corporativa fazer parte de seus mandatos para maximizar o retorno para seus clientes, será um importante determinante do ritmo de melhorias nos próximos anos.

Entretanto, alertam, o interesse dos administradores de fundos em maximizar retornos para investidores não pode ser dado como certo. Enquanto um administrador possui um ativo interesse na boa performance de seu investimento, as companhias dependem do conjunto de incentivos com que os gestores de fundos se defrontam, incluindo o arcabouço regulatório e a característica e eficiência da própria governança dos fundos. Por isso, conclui o documento, “a governança dos fundos de pensão e a prestação de contas se tornam importantes prioridades de políticas públicas para a região”.

Dentro dessa afirmação, a OECD e o IFC (2009) têm apresentado consensos sobre as seguintes recomendações, considerando que cada país apresenta diferentes contextos. Recomenda que (i) providências legais voltadas a assegurar aos acionistas minoritários a oportunidade de eleger diretores devem ser colocadas em prática; (ii) governos, reguladores e beneficiários devem insistir para que fundos de pensão e outros investidores institucionais tenham incentivos e estruturas de governança que os encorajem a exercer seus direitos de acionistas, efetivamente bem-informados; e (iii) investidores institucionais que atuam como fiduciários devem articular suas abordagens para a governança corporativa de investimentos e suas políticas de votação, além de divulgar essas políticas aos beneficiários e ao público, de forma regular.

A recomendação da OECD e do IFC (2009) se refere a soluções específicas que os reguladores de cada país devem encontrar para encorajar esses investidores institucionais a

distinguiam e privilegiavam as companhias com boas práticas de governança corporativa, destinando a elas seus investimentos. Por outro lado, orientam que restringir investimentos em companhias que não apresentem padrões mínimos de governança corporativa, ou permitindo proporcionalmente grandes investimentos em companhias que apresentem certos padrões elevados de governança e requerimentos de transparência, pode ser uma forma de impulsionar as boas práticas. Nesse documento, recomenda-se que “os investidores institucionais poderiam exercer responsavelmente seus direitos de propriedade ao investir sob a perspectiva de longo prazo. Tais direitos poderiam acontecer em diferentes níveis – atuando como um acionista responsável, contribuindo para o aprimoramento do funcionamento do Conselho de Administração, fortalecendo a prestação de contas da diretoria executiva, promovendo a divulgação e a transparência das informações, e encorajando o mercado em geral para premiar as empresas com melhores práticas, penalizando as más governadas”.

3.1 Evolução de Mercado e Regulatória dos Fundos de Pensão e de Previdência no Brasil, Chile e México

O crescimento dos fundos de pensão no Brasil, Chile e México foi bastante significativo nos últimos anos. No primeiro caso, o volume de ativos sob gestão desses fundos dobrou entre 2003 e 2010, saindo de cerca de R\$ 240 bilhões e superando os R\$ 515 bilhões.

Evolução mais expressiva pode ser observada no Chile e no México. Em 2003, os fundos de pensão chilenos possuíam sob gestão US\$ 49,7 bilhões. Em 2010, esse montante era três vezes maior, chegando a US\$ 148,4 bilhões, evolução similar à do México, onde o montante era de 395,0 bilhões de pesos em 2003, e de 1.384,9 bilhões em 2010.

Por trás dessa curva de crescimento, afirma a OECD e o IFC (2009), estão fatores de ordem macroeconômica e institucional. No primeiro caso, observa-se uma estabilidade econômica da região nesse período, fato que pode ser verificado, por exemplo, com a estabilidade da inflação nos países, conforme gráfico 5.

Gráfico 5 - Variação do Índice de Preços ao Consumidor no Brasil, Chile e México em %

Fonte: Elaboração própria com dados divulgados pelos bancos centrais do Brasil, Chile e México

Ainda no campo macroeconômico, os países da América Latina, por muitos anos, praticaram uma política de juros altos, conforme gráfico 6. Tal cenário fez com que os recursos acumulados nos fundos de pensão fossem alocados prioritariamente em ativos de renda fixa, que proporcionaram uma expansão significativa do retorno dessas aplicações e, portanto, do patrimônio gerido pelos fundos.

Gráfico 6 - Histórico de taxas de juros

Fonte: Elaboração própria, com dados dos bancos centrais do Brasil, Chile e México

No âmbito institucional, também se observa uma tendência de flexibilização das regras de aplicação dos recursos desses fundos, o que tem permitido um maior direcionamento das carteiras para títulos de renda variável. O caso mais emblemático é o brasileiro. Na década de 90, os fundos de pensão tiveram forte participação nos processos de privatização de companhias, transformando-se em acionistas relevantes de algumas delas.

Esse fator, aliado a outro de ordem macroeconômica - que é o rápido crescimento dos preços dos valores mobiliários dos países -, refletiu a retomada do fluxo de capitais externos para a região nesse período, fase favorecida pela abertura dos mercados na década de 90. Tal movimento também contribuiu para o crescimento dos portfólios dos fundos de pensão.

A ascensão dos preços dos valores mobiliários dos países pode ser constatada ao observar a evolução da capitalização bursátil²⁴, no gráfico 7.

²⁴ Soma do valor de mercado das empresas negociadas em bolsa

Gráfico 7 - Valor de Mercado das companhias em Bolsa (Em US\$ Bilhões)

Fonte: Elaboração própria, com dados da BM&FBovespa, BMV e Bolsa de Santiago

Todos esses acontecimentos se somam ao tempo relativamente curto de operação desses fundos na região, já que as reformas dos sistemas previdenciários aconteceram, quase em sua totalidade, na década de 90, quando os países trocaram o regime de repartição simples pelo de capitalização. O México, por exemplo, aprovou a *Ley del Seguro Social* em 1995 e iniciou o novo sistema em 1997, de acordo com dados divulgados pela *Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión* (FIAP)²⁵. A exceção seria o Chile, que instituiu o novo formato em 1981 (após aprovação do *Decreto Ley 3500*, em 1980), transformando-se no primeiro país da região a reformar seu sistema previdenciário.

O pouco tempo em vigor, aliado à expansão econômica experimentada pelos países nos últimos anos, fez com que os sistemas, em todos os países, desfrutassem de um período em que o crescimento das contribuições superasse o dos benefícios, ampliando assim o volume de recursos em carteira.

Essa expansão da indústria previdenciária, contudo, não se refletiu no desenvolvimento dos mercados de capitais da região. Ainda que os mercados apresentassem um crescimento do valor de mercado das companhias em Bolsa, os preços atingidos não acompanharam a expansão do PIB de cada um dos países.

Segundo La Porta et al. (1997), um dos indicadores utilizados para verificar o grau de desenvolvimento do mercado é o que resulta da capitalização de mercado/PIB. Quanto mais desenvolvido o mercado, mais seu valor se aproxima do PIB do país. Esse levantamento

²⁵ Disponível em www.fiap.cl. Último acesso em 04 de abril de 2011.

também é feito pelo Banco Mundial. Os dados mais recentes, disponibilizados pelo Banco Mundial em sua página na internet²⁶, referem-se a 2009.

Nos dados lá publicados, o valor de mercado das companhias listadas em Bolsa como percentual do PIB, em 2009, é de 73,2% no Brasil, 128,0% no Chile e 38,9% no México. A cifra atingida no Chile é a única que, de acordo com o estudo do Banco Mundial, iguala-se ou até mesmo chega a superar as marcas apresentadas por países com mercados de capitais mais desenvolvidos, como Estados Unidos (106,8%) e Reino Unido (128,6%).

A relação entre capitalização bursátil e PIB verificada no Brasil, de acordo com o Banco Mundial, iguala-se à de outros países em desenvolvimento, como Índia (85,6%) e Rússia (69,9%). A relação entre essas variáveis, quando comparada à de países desenvolvidos, é menor, o que indica o potencial de desenvolvimento desses mercados, segundo o Banco Mundial.

Seguindo esse entendimento, verifica-se que, dentre os três casos aqui estudados, o México é o que apresenta o maior potencial de desenvolvimento. Em 2009, o valor de mercado das companhias listadas na Bolsa Mexicana de Valores (BMV) representava 38,9% do PIB, condição que se manteve ao analisar os dados de 2010, quando apresentou uma leve expansão, chegando a 41,3% do PIB, conforme quadro 3.

Quadro 3 - Valor de mercado das companhias listadas como percentual do PIB (em US\$ trilhões)

País	PIB	CapitalizaçãoBursátil	Cap/PIB %
Brasil	2,089	1,542	73,8
Chile	0,203	0,342	168,5
México	1,099	0,454	41,3

Fonte: Elaboração própria, com dados divulgados pelos bancos centrais dos países e pela BM&FBovespa, BMV e Bolsa de Santiago

Esse atual cenário dos mercados domésticos é apontado, pela OECD e pelo IFC (2009), como um desafio para as economias dos países – e para a indústria de fundos de pensão - nos próximos anos. Os organismos argumentam, no estudo publicado em conjunto, que opções de instrumentos financeiros de longo prazo não foram suficientemente

²⁶ Disponível em <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>. Último acesso em 19 de maio de 2011.

desenvolvidas, propiciando que os investimentos dos fundos de pensão se concentrem em títulos emitidos por seus respectivos governos.

Essa teoria dos organismos se confirma ao verificar a concentração dos investimentos dos fundos de pensão dos países aqui estudados em títulos públicos, condição também favorecida pela remuneração oferecida, nos últimos anos, refletindo o histórico de altas taxas de juros dos países, conforme já abordado. No Chile, por exemplo, 50,7% dos recursos estão alocados em títulos de renda fixa, tanto emitidos por governos como por empresas. No México, esse número é de 82,4%, e no Brasil, de 61,3%.

A expansão dos mercados de capitais da América Latina também esbarra no arcabouço regulatório em vigor, segundo o estudo, cenário que também pode vir a comprometer a expansão dos fundos de pensão. Os fundos de pensão se deparam com limitações, impostas pela legislação, para investir em ativos de maior risco, favorecendo amplamente o investimento em títulos de renda fixa. Tal condição não impactou a expansão da indústria de fundos nos últimos anos, que focou grande parte de seus investimentos a títulos emitidos pelo governo, atraídos pela remuneração oferecida, que refletia as altas taxas de juros, conforme já mencionado.

Porém, percebe-se uma mudança nos anos recentes. Em 2009, o Brasil reformou a legislação, em prol da renda variável. O mesmo aconteceu no México e no Chile que, respectivamente, reformaram suas legislações em 2008 e 2010, respectivamente. Esses movimentos refletem a necessidade de ampliar a rentabilidade das aplicações, motivados pela mudança da curva das taxas de juros, que tem apresentado queda. Com uma remuneração menor dos títulos de renda fixa, é necessário buscar outros ativos para maximizar o retorno dos investimentos.

Alguns estudos recentes abordam essa mudança nas políticas de investimento. Os autores sinalizam que, uma vez que há uma abertura ao investimento em renda variável, o desafio estará em identificar o risco de tais investimentos, estágio no qual a governança corporativa seria uma ferramenta útil.

Torres (2008) observa que as diferentes abordagens legais e regulatórias buscam viabilizar e encorajar os investidores institucionais a destinar à renda variável os recursos que possuem sob gestão. No entanto, acredita, o caminho seria conscientizar esse público do exercício responsável dos direitos dos acionistas de companhias, cuja diretriz seria a promoção de boas práticas de governança corporativa nas companhias em que investem.

Silveira (2004), por sua vez, observa que a habilidade dos investidores institucionais de analisarem os riscos e oportunidades associadas com governança corporativa como parte

de seus critérios de investimento em muitos casos está restrita à verificação das exigências legais e regulatórias, baixa liquidez dos ativos das potenciais companhias para investir e a capacidade dos investidores institucionais de realizar suas análises de forma eficiente.

O Brasil, dentre os países estudados, é o único a apresentar uma regulação que condiciona o investimento em ações de companhias à governança corporativa. Caso as aplicações sejam direcionadas a companhias listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 de governança corporativa, os limites são maiores em relação às companhias cujas ações são negociadas no Nível 1 ou no pregão tradicional.

Na opinião de Silveira (2004), premiar as companhias com melhores práticas de governança, dentro dos limites da regulação prudencial para os investidores institucionais, é um caminho saudável para a flexibilização dos investimentos. Segundo ele, uma legislação restritiva poderia impedir a possibilidade de investidores fazerem distinção baseada nas diferenças no nível de qualidade em governança corporativa em suas companhias investidas.

Silveira (2004) acredita que os gestores possuem dificuldades para identificar as boas práticas de governança corporativa com base nas informações que essas divulgam ao mercado. Nesse sentido, indica algumas práticas que facilitariam essa análise, como os códigos de governança corporativa que acompanham a abordagem “pratique ou explique (*comply or explain*)”, na qual a companhia expõe as razões que as impedem de não absorver algumas práticas em sua gestão, como o *Código de Mejores Prácticas Corporativas* (CMPC), adotado no México.

Contudo, ainda que iniciativas como essa sejam positivas, Silveira (2004) acredita que esses esforços não necessariamente ofereçam suficiente base para os investidores institucionais identificarem as informações sobre as práticas de governança corporativa nas divulgações das companhias. Por isso, reitera a importância de as abordagens legais e regulatórias na América Latina oferecerem, aos investidores institucionais, uma maior flexibilidade em suas escolhas de investimento, a exemplo do Brasil.

3.2 Características dos Fundos de Pensão latino-americanos

Os modelos de previdência em vigor nos países estudados nesta dissertação se baseiam no modelo de capitalização individual, formato obrigatório no Chile e no México, e optativo no Brasil, país que ainda adota o regime de repartição simples. Dessa forma, a capitalização

individual, no Brasil, é complementar ao benefício social ao qual os contribuintes têm direito (vinculado ao tempo de contribuição e idade). Nesse formato, a administração dos recursos é delegada a gestores especializados, normalmente ligados a instituições financeiras.

Outra característica comum entre esses países é a concentração dos mercados. Há apenas seis administradoras no Chile e 14 no México. O Brasil, por sua vez, apresenta uma característica diferente. Seu sistema previdenciário conta com dois diferentes gestores. Um deles são as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), formadas por fundações ou sociedades civis, mais conhecidas como fundos de pensão. São instituições sem fins lucrativos que operam coletivos para grupos específicos de pessoas, por meio de seus empregadores.

Essas entidades são permitidas exclusivamente aos empregados de uma empresa e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominados instituidores²⁷. São autorizadas a funcionar e fiscalizadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), órgão do Ministério da Previdência Social, cujas normas são de competência do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC).

O outro formato, no Brasil, são as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas (a partir do Decreto-Lei 73, de 21 de novembro de 1966, e da Lei Complementar n. 109, de 2001). Instituem e operam planos individuais ou coletivos, concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a quaisquer pessoas físicas. Com fins lucrativos e majoritariamente ligadas a instituições financeiras, são autorizadas a funcionar e fiscalizadas pela Superintendência de Seguros (Susep), cujas normas são de competência do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).

Ainda que o número de gestores seja amplo – 272, no caso das EFPC, também há uma forte concentração de mercado. Os cinco maiores concentram mais de 50% do total de ativos da indústria, de acordo com a Associação Brasileira de Previdência das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp). Já as EAPC possuem um número menor de gestores – 32, no total, de acordo com dados da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi) -, mas também forte concentração. Nas mãos dos dois maiores – gestores que

²⁷ Definição extraída do *website* do Ministério da Previdência Social (www.mpas.gov.br). Último acesso em 12 de abril de 2011.

fazem parte das duas maiores instituições financeiras privadas do País -, está mais de 50% dos ativos em carteira, segundo a Fenaprevi.

3.3 Panorama da Previdência no Brasil

A governança corporativa passou a fazer parte da análise de investimento dos fundos de pensão em 2003, com a publicação da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) de n. 3.121. Nela, foi estabelecida uma relação entre os investimentos em ações de companhias e a governança corporativa. Ao investir em empresas com melhores práticas, mais recursos poderiam ser destinados às ações por elas emitidas. Em contrapartida, se as companhias não adotassem tais princípios, o peso que seus papéis teriam nas carteiras dos fundos seria menor.

O critério a ser observado, pelos gestores dos fundos de pensão, seria a listagem desses ativos nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. De acordo com a Resolução do CMN, até 50% dos recursos sob gestão poderiam ser destinados à renda variável. Mas esse teto só poderia ser atingido se os recursos fossem alocados em ações de companhias listadas no Novo Mercado ou no Nível 2. Se a escolha fosse por companhias listadas no Nível 1, o limite seria de 45%, e as do segmento tradicional, até 35%, conforme o quadro 4.

Quadro 4 – Limites de investimento para fundos de pensão

Segmento de Listagem	% do portfólio
Novo Mercado ou Nível 2	Até 50%
Nível 1	Até 40%
Pregão tradicional	Até 35%

Fonte: Resolução CMN 3.121

Essa resolução é considerada um marco no tocante à relação entre fundos e governança corporativa, conforme observa Torres (2008). Dentre vários aspectos, diminui a independência do gestor em relação à política de aplicação de recursos visando uma gestão

conservadora desses investimentos, na medida em que força a diversificação e induz que as aplicações em renda variável sejam feitas somente em empresas participantes nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa.

Torres (2008) destaca, porém, que estabelecer limites por si só não satisfaz os princípios de uma gestão voltada para a redução dos riscos na aplicação dos recursos dos participantes, mas reconhece que o conjunto dos fatores abordados pela mesma diminui a possibilidade de expropriação dos contribuintes. Mas ressalta, ainda, que o conceito de expropriação está associado a qualquer tipo de investimento que caracterize uma má gestão de ativos.

Junto com essa nova abordagem em relação à governança corporativa, a Resolução CMN 3.121 abriu aos fundos de pensão o leque de alternativas de investimento, antes fortemente restritas à renda fixa. Colocou à disposição dos fundos novos instrumentos de renda fixa e introduziu renda variável, imóveis, empréstimos e financiamentos, além de opções, desde que as aplicações não fossem a descoberto.

O princípio de condicionar os investimentos em ação às práticas de governança corporativa foi mantido nas posteriores reformas da Resolução CMN 3.121. Em 2007, com a publicação da CMN 3.456, os limites foram mantidos, de acordo com o segmento de listagem em que as ações são negociadas na BM&FBovespa. A novidade foi a inclusão do segmento Bovespa Mais, abordado nesta dissertação na página 49. Já em 2009, em nova reforma, os limites de exposição à renda variável foram expandidos. De 50% dos portfólios, passaram para 70%, limites que também devem respeitar os segmentos de listagem, conforme quadro 5.

Quadro 5 – Limites de investimento para fundos de pensão

Perfil do título	% Limite Res. 3.456	% Limite Res. 3.792
Novo Mercado	Até 50%	Até 70%
Nível 2	Até 50%	Até 60%
Bovespa Mais	Até 40%	Até 50%
Nível 1	Até 45%	Até 45%
Pregão tradicional e fundos de índices	Até 35%	Até 35%
Títulos emitidos por SPE	--	Até 20%
Demais títulos de renda variável	--	Até 3%

Fonte: Elaboração própria, com dados das Resoluções CMN 3.456 e 3.792

Todos os limites de alocação foram revistos em 2009, medida que incluiu os investimentos estruturados e no exterior como novas opções aos fundos de pensão, conforme apresentado no quadro 6.

Investimentos Estruturados incluem os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), antes inseridos nos limites de renda variável e fixa, respectivamente, e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), antes incluído no segmento de imóveis. Também inclui os fundos de investimento Multimercado (FIM e FIC de FIM), *hedge funds* com alavancagem, *day trade* e investimento no exterior, antes no segmento de renda variável.

Já os investimentos no Exterior incluem ativos emitidos fora do Brasil, mas que constem de carteiras dos fundos constituídos no Brasil. Também admite os Fundos de Investimento Dívida Externa (FIEX) e FIC de FIEX, as cotas de fundos de índice do exterior admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil; os certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de companhia aberta no exterior (BDR) e ações de companhias sediadas no Mercosul.

Quadro 6 - Limites de alocação de recursos – Fundos de Pensão

	Antiga Res. 3.456	Nova Res. 3.792
Renda Fixa	100%	100%
Renda Variável	50%	70%
Investimentos Estruturados	N/A	20%
Investimentos no Exterior	N/A	10%
Imóveis	8%	8%
Operações com Participantes	15%	15%

Fonte: Elaboração própria, com dados das Resoluções CMN 3.456 e 3.792

Essas mudanças nos limites de alocação de recursos dos fundos de pensão, sobretudo a permissão de maior exposição a ativos de renda variável, visa adequar as normas ao novo ambiente econômico do País, com juros bem mais baixos, de acordo com informações dadas pelo secretário de Previdência Complementar, Ricardo Pena, em entrevista à imprensa²⁸.

²⁸ Reportagem intitulada “CMN adapta regras de fundos de pensão à nova realidade”, publicada pelo jornal O Estado de S.Paulo em 24/09/09. Disponível em <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,cmn-adapta-regras-de-fundos-de-pensao-a-nova-realidade,440538,0.htm>.

Segundo Pena, as novas regras permitem às entidades buscarem ampliar a rentabilidade de seus investimentos, aplicando mais em renda variável. "O CMN está abrindo caminho para aumentar a rentabilidade, mas com mais risco para as entidades", disse, explicando que os fundos têm regras para diminuir os riscos de prejuízos para os participantes. "Não cabe ao Estado tutelar uma entidade privada. Cabe ao Estado fiscalizar", acrescentou.

Desde que as regras que recaem sobre os fundos de pensão começaram a ser flexibilizadas, em 2003, observou-se um aumento da participação dos investidores institucionais – categoria que inclui esses fundos – nos negócios em Bolsa. Conforme o gráfico 8, a seguir, a participação tem sido crescente, chegando em 2010 como os responsáveis pela maior fatia no total de negócios da BM&FBovespa, que atingiu R\$ 1.602.696,20, de acordo com a instituição. Responderam por 33,3% desse montante. Ainda que a BM&FBovespa não ofereça maiores detalhes sobre os perfis desses investidores, acredita-se que grande parte sejam fundos de pensão.

Gráfico 8- Participação* dos Investidores (por perfil) na BM&FBovespa

* Considerada a soma do volume de compra e venda

Fonte: BM&FBovespa

Contudo, essa crescente participação da renda variável nos portfólios dos fundos de pensão está longe, ainda, do teto permitido por lei. Dados da Abrapp indicam que, em 2010, investimentos em renda variável representaram 31,0% do total, conforme gráfico 9.

Gráfico 9 – Evolução dos Ativos por Tipo de Investimento

* Até novembro

Fonte: Abrapp

A maior parte dos investimentos, como se pode verificar no gráfico 9, ainda está concentrada em ativos de renda fixa, que em 2010 representaram 61,3% dos portfólios.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) encerraram o ano de 2010 com R\$ 514,7 bilhões de recursos sob gestão (Gráfico 10), distribuídos entre 272 gestoras de fundos. O sistema conta, ainda, com 2,077 mil participantes ativos, conforme dados da Abrapp.

Gráfico 10 – Evolução dos Ativos em Carteira (R\$ Bilhões)

*Até novembro

Fonte: Abrapp

A indústria dos fundos de pensão oferece basicamente três tipos de planos. O primeiro deles é o de benefício definido (BD). Nele, o participante sabe quanto vai receber na sua aposentadoria, sendo que as contribuições podem variar ao longo dos anos. É um modelo utilizado pelos planos mais tradicionais, porém começa a ser substituído pelo de contribuição definida (CD), mais parecido com os planos abertos de previdência complementar. Nesse formato, como o próprio nome sugere, fica estabelecido o valor da contribuição mensal feita pelo participante. Após o tempo de contribuição, chega-se ao montante que será destinado à aposentadoria.

Por fim, há o plano de Contribuição Variável (CV), que engloba características de ambos os formatos anteriores (CD e do BD). Nesse caso, o participante constrói sua reserva financeira no formato de contribuição definida, mas tem o chamado benefício de risco (pecúlio por morte, pensão por doença ou acidente, entre outros) em formato de BD.

De acordo com dados da Abrapp, os fundos BD concentram a maior parte dos recursos em carteira, com 78% do total. Em seguida, vêm os fundos CV, com 14%, e finalmente os CD, com 8 %.

Além dos fundos de pensão, a previdência complementar, no Brasil, conta com as entidades abertas, como já mencionado. O funcionamento das EAPC está sujeito a prévia autorização governamental, e o desenvolvimento de suas operações cercado pela necessidade de cumprimento de uma série de disposições legais e regulamentares. Dentre elas, as regras de prudência destinadas a manter a higidez econômico-financeira, protegendo os interesses dos

consumidores, como (i) manutenção de capital social mínimo integralizado; (ii) obrigação de constituir provisões, demonstrando suas obrigações com os adquirentes de seus planos; (iii) cobertura do valor das provisões pelo de ativos garantidores, obrigatória e permanentemente vinculados ao órgão de fiscalização, adquiridos e mantidos por critérios de segurança e segundo modalidades estabelecidos, respectivamente, pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); e (iv) manutenção, segundo regras e critérios estabelecidos pelas autoridades competentes, de valor de patrimônio líquido ajustado, no mínimo equivalente ao respectivo passivo não operacional, ou seja, do valor daquelas obrigações não obrigatoriamente cobertas pelo referidos ativos garantidores.

As operadoras desse segmento fazem, por lei, parte do Sistema Nacional de Seguros Privados (SNSP), tendo como órgão normatizador de suas atividades o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), e funcionam sob supervisão e fiscalização da Superintendência de Seguros Privados (Susep), ambos os órgãos situados na esfera de competência do Ministério da Fazenda.

De acordo com a regulamentação vigente, a composição dos portfólios da EACP deve respeitar três classificações, de acordo com os riscos a que se expõem. A primeira delas é o perfil soberano, no qual podem investir exclusivamente em títulos públicos. Depois, há o perfil renda fixa, em que, além dos títulos públicos, os recursos podem ser destinados a dívidas privadas, com limite de 80% da carteira. Por fim, há o perfil composto, que permite um teto de 49% para investimentos em renda variável, devendo ser complementado com títulos públicos.

A indústria de fundos de previdência encerrou o ano de 2010 com R\$ 223.260,8 milhões em carteira, montante que apresentou um crescimento expressivo nos últimos anos, conforme gráfico 11.

Gráfico 11 - Evolução da Carteira de Investimentos (R\$ Bilhões)

Fonte: Fenaprevi

O montante acima está distribuído entre 32 gestores, porém com mais de 50% dos recursos concentrados em dois gestores, conforme gráfico 12.

Gráfico 12 - Ranking das Empresas por Carteira de Investimento

Fonte: Fenaprevi

Do total de recursos destinados às EAPC, mais de 80% estão alocados nas modalidades denominadas Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL), conforme dados da Fenaprevi, demonstrados no gráfico 13.

Ambas as modalidades são similares, permitindo que os participantes acumulem recursos durante um determinado período, que são investidos em um fundo por meio da seguradora escolhida. A política de alocação dos recursos obedecerá a escolha do investidor, podendo ser conservador (apenas renda fixa), moderado (mesclando renda fixa e variável) ou

agressivo, outorgando ao gestor a permissão de destinar até 49% dos recursos para ativos de renda variável.

Nos dois planos o investidor passa pela fase da acumulação e formação do patrimônio, seguida pela fase do benefício, que se inicia na idade escolhida para receber os recursos acumulados, podendo resgatar o total ou converter o montante em renda mensal.

A principal diferença entre ambos os formatos está na tributação. O VGBL, durante a fase de acumulação, não tem incentivo fiscal. No momento do resgate, o IR incidirá exclusivamente sobre os rendimentos. Ou seja, o valor acumulado não é taxado pelo IR. Já o PGBL tem incentivo fiscal na fase de acumulação, permitindo deduzir até 12% da renda bruta anual, desde que a declaração de IR seja feita no formulário completa. No entanto, na hora de retirar os recursos acumulados ou o benefício haverá cobrança do IR sobre o valor total (poupança e rendimentos).

Gráfico 13 - Distribuição da carteira de investimentos por produtos

*outros: demais produtos

Fonte: Fenaprevi. Dados de dezembro de 2010.

Observando o histórico das carteiras dos fundos de pensão, nota-se que o VGBL vem ganhando um espaço crescente a partir de 2006, quando se tornou na principal opção dos investidores em EAPC, conforme dados divulgados pela Fenaprevi, expressos no gráfico 14.

Gráfico 14 - Evolução da Carteira de Investimentos por Produto

Fonte: Fenaprevi

3.4 Panorama do sistema previdenciário chileno

O sistema previdenciário do Chile é formado por três modalidades (ou pilares, conforme conceitua a *Superintendencia de Pensiones*, instituição que regula esse segmento). O primeiro deles é um sistema público não-contributivo, denominado pela legislação chilena como solidário, cujo intuito é prevenir a pobreza na terceira idade ou no caso de invalidez. De caráter assistencial, é financiado pelo Governo e destinado a pessoas que tiveram participação nula ou muito baixa em regimes previdenciários.

O segundo é o pilar obrigatório ou contributivo, que é o foco da abordagem deste trabalho. De adesão obrigatória para trabalhadores formais e voluntária para os informais, está baseado na poupança e na capitalização individual. Seus participantes delegam às *Administradoras de Fondos de Pensiones* (AFP), entidades de caráter privado, a administração dos recursos acumulados.

Por fim, o terceiro pilar – voluntário – segue o mesmo mecanismo de capitalização individual, mas busca incrementar o saldo que se acumula nesta conta, a fim de aumentar o montante da renda a ser recebida após o período laboral, ou antecipar a data da aposentadoria

ou, ainda, cobrir períodos em que não houve contribuições, causados por desemprego, por exemplo.

Tal estrutura, por um lado, busca oferecer um sistema integrado e coordenado, assegurando a proteção social a cada um dos cidadãos do país. Por outro, tem como objetivo contribuir para que o período pós-laboral tenha um padrão de vida similar ao que os trabalhadores possuíam durante o período laboral. Esse sistema é regulamentado pelo *Decreto-Ley 3.500*, de 1980, e entrou em vigor em maio de 1981, substituindo totalmente o regime de repartição simples. Assim, o Chile foi o país pioneiro, na América Latina, a promover essa transição de seu sistema previdenciário.

Três décadas após essa reforma, o sistema previdenciário do Chile contabiliza 8.751.068 de participantes (Quadro 7) e um total de US\$ 148,437 bilhões de dólares²⁹ de recursos administrados por seis AFPs (Quadro 8).

Quadro 7 - Número de participantes por AFP

AFP	N. participantes
Capital	1.939.670
Cuprum	607.048
Habitat	2.195.330
Modelo	59.356
Planvital	391.295
Provida	3.558.369
TOTAL	8.751.068

Dados de dezembro de 2010.

Fonte: Superintendencia de Pensiones

Quadro 8 – Ativos sob gestão por AFP

AFP	US\$ milhões
Capital	33.085,90
Cuprum	29.689,90
Habitat	37.203,10
Modelo	33,8
Planvital	4.287,30
Provida	44.137,00
Total	148.437,00

Dados de dezembro de 2010.

Fonte: Superintendencia de Pensiones

²⁹ Dados divulgados pela Superintendencia de Pensiones, disponíveis em www.spensiones.cl (último acesso em 10 de maio de 2011). As informações se referem a dezembro de 2010.

O número de AFPs no Chile sugere um mercado concentrado em poucos gestores, quando comparado ao Brasil, que conta com 272 fundos de pensão e 32 administradoras de previdência privada, e com o México, que conta com 14 Afores.

Em relação ao total de ativos sob gestão das AFPs, o montante equivale a 73,1% do PIB chileno de 2010, a maior relação verificada entre os países aqui estudados (14,9% no Brasil e 10,8% no México).

Esse total de recursos sob gestão das AFPs é 4,5 vezes maior do que o observado em dezembro de 2000, quando somavam US\$ 32,4 milhões, o que demonstra um expressivo crescimento da indústria nos últimos anos, conforme se observa no gráfico 15, acompanhando expansão semelhante à verificada no Brasil, conforme abordado na página 81.

Gráfico 15 - Evolução das carteiras das AFPs

Fonte: Superintendencia de Pensiones. Dados em US\$ milhões.

Essa curva também foi acompanhada pela maior exposição a investimentos em renda variável. Em 2000, 11,9% do portfólio dos fundos estava alocado em ações de companhias chilenas. Em 2010, após mudanças na legislação que permitiram não só destinar fatias maiores para investimentos em companhias locais, como também para estrangeiras, o investimento em ações de empresas chilenas passou a ser de 18,6% (do total das aplicações em ativos locais, que responderam por 54,7% das carteiras) e de 29,7% em ações de companhias estrangeiras (do total das aplicações em ativos locais, que responderam por 45,3% das carteiras), conforme quadro 9.

Quadro 9 - Composição das Carteiras dos Fundos de Pensão em 2010

	US\$ milhões	%
INVESTIMENTOS - MERCADO LOCAL	81.228,10	54,70%
Renda Variável	27.490,60	18,60%
Renda Fixa	52.459,50	35,30%
Derivativos	1.082,40	0,70%
Outros	195,6	0,10%
INVESTIMENTOS - EXTERIOR	67.208,90	45,30%
Renda Variável	44.052,70	29,70%
Renda Fixa	22.839,00	15,40%
Derivativos	305,4	0,20%
Outros	11,8	0,00%

Fonte: Superintendencia de Pensiones. Dados de dezembro de 2010.

A maior exposição a títulos de renda variável em 2010 já reflete mudanças ocorridas na legislação nos últimos anos. Dentre elas, uma maior flexibilização para investimentos em ações. Em 2008, o teto para essas aplicações passou de 40% para 60% dos portfólios, permitindo que os recursos também sejam alocados em ações negociadas fora do País.

Além dessa mudança, outras modernizações ocorreram, já que o crescimento do sistema de pensões requer um mercado de valores eficiente para alocar os recursos que se acumulam nas contas de seus afiliados. Tais mudanças, segundo alguns autores, permitiram gerar um ambiente transparente para a operação do sistema privado de pensões.

Em 2006, ano em que o sistema previdencial chileno cumpria 25 anos, foi constituído o *Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional*, formado por 15 profissionais e que ganhou a incumbência de realizar um diagnóstico e apresentar propostas para reformá-lo.

Um dos pontos relevantes para efeito desse documento mostra relação com “promover maior responsabilidade das administradoras na gestão de investimentos”. Dessa forma, o Conselho propôs algumas medidas que buscavam delegar às *Administradoras de Fondos de Pensión* (AFP) uma maior cota de responsabilidade na gestão dos fundos. Por um lado, obrigando aos conselhos de administração das AFP o estabelecimento de políticas de investimento para os fundos de pensão que administram, as quais deveriam explicitar objetivos, elegibilidade de instrumentos e emissores, adequados níveis de diversificação e níveis de risco. Os conteúdos mínimos dessas políticas de investimento deveriam ser

determinados pela *Superintendencia de Pensiones* (SP), e seria responsabilidade dos conselhos de administração divulgar ao público essas políticas de investimento.

Esse diagnóstico foi um dos pontos contemplados em 2009, na reforma do *Decreto Ley 3.500*. A revisão da norma também obrigou as AFP a constituírem comitês de investimentos, que passariam a ser responsáveis pelo (i) cumprimento das políticas de investimentos definidas pelo conselho de administração, pela (ii) definição e monitoramento de procedimentos de resolução de conflitos entre acionistas e participantes; e pela (iii) definição de critérios para nomear e avaliar candidatos aos conselhos de administração das companhias em que os fundos são investidores.

Tais determinações, alinhadas às melhores práticas de governança corporativa, uniram-se a outras determinações da lei, referentes ao dever de fidúcia dos administradores. No artigo 45 do DL 3.500, lê-se que “os investimentos que forem feitos com recursos de um fundo de pensão terão como únicos objetivos a obtenção de adequada rentabilidade e segurança”. Além disso, no artigo 147 da mesma lei se lê que “as administradoras deverão efetuar todas as gestões que sejam necessárias para assegurar a obtenção de uma adequada rentabilidade e segurança nos investimentos dos fundos que administram”.

Em consequência, as AFP estão indiretamente obrigadas, pelo mandato da lei, a promover melhorias nas práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias em que investem, pois dada a existência de um “prêmio de mercado” por estas empresas, isso teria um impacto positivo na rentabilidade de seus investimentos, com o consequente efeito positivo sobre o saldo acumulado nas contas individuais dos afiliados, e em última instância sobre o nível da pensão.

Influência dos fundos de pensão na Governança Corporativa das companhias abertas

Estudo publicado pelo BBVA (2009) defende que casos como o do Chile, que adotaram reformas baseadas na capitalização individual, constitui um exemplo claro de como os investidores institucionais aumentaram o padrão de governança corporativa. Particularmente no Chile, os fundos de pensão incorporaram enormes volumes de recursos ao mercado de capitais. No ano de 2010, os fundos de pensão mantinham investidos em ações de companhias chilenas US\$ 27,491 bilhões, recursos equivalentes a aproximadamente 13% do PIB daquele ano. Tal montante se refletiu no aumento dos volumes de transação em bolsa, segundo o BBVA, contribuindo no desenvolvimento do mercado financeiro, ao mesmo tempo em que tem gerado maior informação e menores custos de monitoramento.

Clarke (2009) segue a mesma direção ao relatar que alguns estudos sustentam que a rápida acumulação dos fundos institucionais, somada à reforma do sistema de pensões, gerou importantes efeitos no desenvolvimento do mercado de capitais chileno. Entre eles, aumento na liquidez e competitividade do mercado, diminuição do custo de capital, menor volatilidade dos retornos, maior eficiência dos intermediários, aparição de novos instrumentos e os contínuos aprimoramentos do marco legal.

O autor também defende que o atual sistema chileno de fundos de pensão contribuiu ao aprimoramento das práticas de governança corporativa em três direções. Primeiramente, no âmbito legal. Clarke (2009) afirma que “o sistema de pensões tem originado reformas ao sistema legal e de supervisão, no qual se desenvolvem as empresas, afetando a qualidade dos mecanismos externos regulatórios da governança corporativa”. Exemplos são maiores exigências no controle de risco e a participação obrigatória nas assembleias gerais.

Depois, Clarke (2009) menciona a contribuição dada ao aumento da liquidez do mercado de capitais, devido ao crescimento dos fundos e montante de suas transações, além da profissionalização dos intermediários financeiros e a adoção de tecnologias mais avançadas e custo-eficiente de transação. Por fim, destaca um maior controle, já que as AFP passaram a exercer ação direta de monitoramento e intervenção, exercendo seus direitos como acionistas minoritários e/ou detentores de dívidas.

Em relação a esse ponto, o BBVA (2009) acrescenta que, ainda que administrem grandes somas de recursos, a regulação faz com que os fundos de pensão assumam o papel de acionistas minoritários frente aos grupos controladores das empresas onde investiram seus recursos. Dessa maneira, as oportunidades que possuem para apresentar suas opiniões e defender seus interesses se reduzem à participação nas assembleias de acionistas e mediante a eleição de alguns membros independentes para o Conselho de Administração.

Uma das obrigações das administradoras de fundos de pensão é participar das assembleias gerais de acionistas, condição que deve ser observada quando o investimento em um determinado emissor (de ações ou dívida) seja igual ou superior a 1% da colocação correspondente, de acordo com a *Superintendencia de Pensiones*.

Se, por um lado, a regulação contribui para o exercício de boas práticas de governança corporativa pelos fundos de pensão, como o de exercer o direito de voto, por outro limita a participação desses fundos nos conselhos de administração das companhias.

A regulação impõe alguns limites na alocação de recursos, com vistas a diversificar as carteiras e diluir o risco dos investimentos. Dessa forma, o investimento em ativos de um mesmo emissor não pode representar mais que 7% dos portfólios dos fundos de pensão. Tal

exigência traz como consequência uma baixa ou quase nula possibilidade de os fundos elegerem membros do conselho em uma companhia, já que para essa eleição é necessária uma representação mínima, medida como percentual das ações detidas, que flutua entre 14,3%, no caso de conselhos compostos por seis membros, até 10%, para conselhos de nove membros.

Para superar essa limitação, os fundos realizam investimentos conjuntos em uma mesma empresa, a fim de conseguirem atingir a representação mínima.

Como reflexo, em 2010 os fundos não conseguiram eleger membros em todas as companhias investidas, fato que ocorreu em 12 das 43 sociedades das quais são acionistas, de acordo com dados da *Superintendencia de Pensiones*. Na maioria dos casos (46,51%), elegeram apenas um membro por empresa, conforme gráfico 16 e quadro 10.

Gráfico 16 - N. Conselheiros Eleitos por Fundo por companhia

Fonte: Superintendencia de Pensiones

Quadro 10 - Importância relativa do voto dos Fundos de Pensão nas Assembleias Gerais de 2010

Eleição de Membros do Conselho de Administração	Titulares	Suplentes
Membros eleitos com apoio dos Fundos - superior a 100% da representação acionária mínima	6	0
Membros eleitos com apoio dos Fundos - entre 100% e 50% da representação acionária mínima	27	1
Membros eleitos com apoio dos Fundos - inferior a 50% da representação acionária mínima	11	1
Total	44	2

Fonte: Superintendencia de Pensiones

Limitações como essas, entretanto, não parecem diminuir a importância das administradoras de fundos de pensão para o desenvolvimento do mercado local. Ao contrário. Pelo fato de gerirem recursos de terceiros, as administradoras cada vez mais têm se

especializado, o que lhes permite que estejam bem informadas sobre os negócios das companhias em que investem. Essa característica faz com que suas decisões ou posicionamentos tenham alta repercussão no mercado, ao mesmo tempo em que contribui para a indicação de indicarem profissionais como membros dos conselhos de administração dessas companhias, blindando os acionistas minoritários do abuso do poder de controle e a expropriação de valor da companhia.

O mesmo estudo do BBVA (2009) cita que tem sido observado que as AFPs contribuem para eleger uma fração importante dos membros independentes nas companhias chilenas, percentual que tem sido incrementado conforme aumentam os recursos investidos. Em 1998, 10% dos diretores de companhias haviam sido eleitos com a votação das AFPs, que estão obrigadas a votar por diretores independentes. Dados de 2007, por sua vez, indicam que esse percentual se elevou a 16%.

Conscientes da importância de seu papel no mercado de capitais e na disseminação de boas práticas de governança corporativa, e de que contam com quase 8% do total de conselheiros das principais empresas do país, as AFPs têm buscado profissionalizar o procedimento de eleição de candidatos ao Conselho, por meio da busca de profissionais, inclusive recorrendo a empresas de *headhunter*.

Além disso, comenta o BBVA (2009), as AFPs têm discutido com as empresas a adoção de políticas que permitam melhorar a governança corporativa, abordando, por exemplo, a remuneração dos membros dos Conselhos e o rodízio de auditores externos.

Em relação ao controle que as AFP exercem sobre as empresas, alguns argumentos indicam que, por um lado, seu monitoramento sobre o grupo de executivos ou sobre um acionista controlador contribui para diminuir potenciais custos de agência na empresa – o que aumenta seu valor. Por outro lado, as AFP permitiriam aumentar a informação sobre as práticas de Governança Corporativa, já que poderiam entregar informação ao mercado sobre o que está acontecendo na empresa, exercendo certa pressão sobre a mesma, além de que poderiam condicionar seus investimentos em uma empresa ou levá-la a tribunais, com o objetivo de forçá-la a adotar ou suspender uma determinada prática de governança corporativa.

Diferentemente de outros acionistas ou credores, as AFPs têm seus próprios incentivos para exercer um rol de controle e monitoramento nas empresas onde investem os fundos de seus afiliados, já que devem ser diligentes no cuidado dos fundos que administram, o que implica uma rigorosa seleção das companhias em que investem, buscando obter o melhor resultado possível.

3.5 Panorama do sistema previdenciário mexicano

O sistema de previdência do México ganha o nome de *Sistema de Ahorro para el Retiro* (SAR), é disciplinado pela *Ley Del Seguro Social*, publicada em 1995, e pela *Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro*, de 1996, e regulado pela *Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro* (Consar).

Ganhou o formato atual em 1997, com a reforma da *Ley del Seguro Social*, que transformou o regime de repartição simples em um sistema baseado em contas individuais, capitalizadas e totalmente financiadas. Também incorporou a característica de contribuição definida, que substituiu o modelo de benefícios definidos, que vigorava anteriormente à reforma, visando criar um sistema financeiramente sustentável no longo prazo.

As alterações promovidas na lei foram motivadas por diversas razões. Dentre elas, cabe destacar a mudança na estrutura da população, decorrente do aumento da expectativa de vida. Esse fator se refletiu na proporção de trabalhadores ativos por participante, comprometendo o sistema. Para se ter uma ideia, em 1975 havia, atrás de cada aposentado, 20 pessoas trabalhando. Já em 2005, apenas cinco trabalhadores ativos financiavam uma pensão por 21 anos, de acordo com o estudo intitulado “*El Círculo Virtuoso del SAR*”, publicado em janeiro de 2011 pela Consar³⁰.

Com isso, afirma o estudo, havia uma baixa relação entre depósitos e retiradas, fazendo com os recursos destinados aos fundos fossem insuficientes para financiar as aposentadorias. Estimativas do *Instituto Mexicano del Seguro Social* em 1996 sustentavam que os depósitos deveriam superar em 23,3% o valor do salário-base até 2020. Caso contrário, esse seria o ano em que o sistema mexicano de previdência enfrentaria uma crise de liquidez.

A reforma do sistema em 1997 instituiu as Afores (sigla de *Administradoras de Fondos para el Retiro*), instituições financeiras que administram os recursos para a aposentadoria dos trabalhadores. Juntamente com elas, surgiram as Siefores (sigla de *Sociedades de Inversión de Fondos para el Retiro*). Administradas pelas Afores, as Siefores se encarregam de investir os recursos dos participantes dos fundos, em busca de rendimentos de capital.

A importância das Afores no sistema financeiro mexicano fica evidente ao observarmos a posição que ocupam como intermediários financeiros. Hoje, figuram no

³⁰ Disponível em www.consar.gob.br. Último acesso em 06/04/2011.

segundo lugar, com 13% dos ativos líquidos do sistema sob gestão, atrás apenas dos bancos comerciais, de acordo com dados apresentados no quadro 11.

Quadro 11 - Participação das Instituições Financeiras na gestão de recursos de terceiros

Instituições	Participação
Bancos Múltiplos	50%
AFOREs	13%
Sociedades de Investimento	11%
Bancos de Fomento	10%
Seguradoras	6%
Corretoras de Valores	4%
Sofoles* e Sofomes**	4%
Instituições de Poupança e Crédito Popular	1%
Outras Instituições Financeiras	1%

*Sofoles: Sociedades Financieras de Objeto Ilimitado

**Sofomes: Sociedades Financieras de Objeto Múltiple

Fonte: Consar. Dados de junho de 2010.

O patrimônio dos fundos de pensão, em dezembro de 2010, superava os 1,3 trilhão de pesos, que representam 10,8% do Produto Interno Bruto (PIB) do País. Desse total, mais de 37% dos recursos acumulados provêm dos rendimentos gerados desde julho de 1997 (Gráfico 17).

Gráfico 17 - Depósitos e Rendimentos – Afores (Em milhões de pesos)

Fonte: Consar

Tal montante está distribuído em 14 entidades privadas, conforme se observa no quadro 12, e o PensionISSSTE, que é o fundo voltado a funcionários públicos, encarregado de administrar as contas individuais desses participantes. Ainda que não seja de caráter privado, esse organismo está sujeito ao mesmo arcabouço regulamentar do sistema de pensões.

Quadro 12 - Ativos sob gestão das Afores

Afore	Total de Recursos Administrados pelas Afores (Milhões de pesos)
Afirme Bajío	7.210,30
Azteca	11.130,50
Banamex	232.889,00
Bancomer	209.346,70
Banorte Generali	85.614,50
Coppel	37.280,90
HSBC	36.252,00
Inbursa	114.635,40
ING	188.187,20
Invercap	50.525,30
Metlife	34.095,30
PensionISSSTE	87.212,20
Principal	58.885,80
Profuturo GNP	148.115,20
XXI	93.947,30
Total	1.395.327,50

Fonte: Consar. Dados de março de 2011.

Desde a reforma de 1997, o modelo de Afore como única opção de investimento em previdência tem sofrido mudanças. O formato inicial, de uma única Siefore caracterizada pela alta concentração em instrumentos de dívida pública interna, foi desdobrado em 2004. Passaram a existir dois tipos de Siefore: SB1 e SB2. A primeira era voltada a participantes com idade a partir de 56 anos. A segunda, para menores de 55 anos. Além da mudança da faixa etária do público-alvo, ambas se diferenciavam pela composição de suas carteiras de investimento. No primeiro caso, operavam com instrumentos de renda fixa. A SB2, por sua vez, trabalhava com uma combinação de valores de renda fixa e variável.

Em 2008, outra reforma somou, a essas duas Siefores, outras três, que também se diferenciam quanto à idade dos participantes e à composição dos portfólios. Estão organizadas de acordo com a faixa etária dos participantes (da Básica 1 até a 5, com afiliados com mais de 56 anos, de 46 a 55, de 37 a 45 anos, de 27 a 36 anos, e menos de 27 anos, respectivamente). Obedecem ao princípio de que a aversão ao risco dos participantes aumenta com a idade. Por isso, as Siefores com participantes mais jovens poderão se expor a ativos de maior risco. Os

limites de investimentos, por ativo, estão demonstrados no quadro 13. Todas as Siefores, exceto a SB1, foram autorizadas, desde então, a investir em títulos de renda variável. Contudo, não de forma direta, mas por meio de notas estruturadas e por índices acionários. Outros títulos negociados em Bolsa, como os lastreados em ativos, também passaram a ser permitidos. Outra limitação mantida foram os investimentos no exterior, cujo limite continua sendo 20% dos portfólios dos fundos.

Quadro 13 – Limites de Composição das carteiras das Siefores

SIEFORE BÁSICA	FAIXA ETÁRIA	CARACTERÍSTICAS
1	56 anos ou mais	Até 100% do patrimônio em renda fixa Até 20% em valores estrangeiros
2	De 46 a 55 anos	Até 1% em instrumentos estruturados Até 5% em FIBRAS* Até 20% em valores estrangeiros Até 15% em renda variável (ações de companhias) Pelo menos 59% em renda fixa
3	De 37 a 45 anos	Até 5% em instrumentos estruturados Até 5% em FIBRAS* Até 20% em valores estrangeiros Até 20% em renda variável (ações de companhias) Pelo menos 50% em renda fixa
4	De 27 a 36 anos	Até 7.5% em instrumentos estruturados Até 10% em FIBRAS* Até 20% em valores estrangeiros Até 25% em renda variável (ações de companhias) Pelo menos 37.5% em renda fixa
5	Menores de 26 anos	Até 10% em instrumentos estruturados Até 10% em FIBRAS* Até 20% em valores estrangeiros Até 30% em renda variável (ações de companhias) Pelo menos 30% em renda fixa

*Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria

Fonte: Consar

Essa composição das carteiras das Siefores está prevista na Circular Consar 15-19, publicada em julho de 2007. Nela, são estabelecidos os instrumentos nos quais as Siefore podem investir, os percentuais dos ativos que podem ser investidos e a qualidade dos instrumentos concedida pelas qualificadoras de crédito.

Tal normativo também passou a prever novas alternativas de investimento às Siefores. Foram reguladas as aplicações em bens imóveis, capital privado e infraestrutura, sendo os

dois últimos possíveis por meio de notas estruturadas e fideicomissos. Investimentos em bens imóveis, por sua vez, só podem ser feitos por meio de fideicomissos.

Essas alterações na lei fizeram surgir dois novos títulos como opção de investimento: as Fibras (sigla de *Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria*, similares aos REITs) e os CKDs (*Certificados de Capital de Desarrollo*).

De acordo com a publicação intitulada *Pension Trends*, divulgada pelo Departamento de Pesquisa Econômica BBVA em julho de 2008, essas novas classes de ativos têm baixa correlação com os ativos que até então figuravam nos portfólios das Siefiores. Como foram instituídos visando à diversificação das aplicações, podem vir a diversificar a exposição aos riscos oferecidos por determinados ativos.

Essa abertura do regime a novos ativos possibilitou que o sistema passasse a apresentar carteiras diversificadas, de acordo com a Consar. O rendimento histórico do sistema, no encerramento de 2010, era de 13,6%, enquanto o prazo médio da carteira de investimentos das Siefiores é de 11,5 anos (Gráfico 18).

Gráfico 18 - Diversificação das Carteiras das Siefiores

*Cetes: Certificados de la Tesorería de la Federación³¹.

**A taxa real é obtida subtraindo a taxa de inflação (índice de preços ao consumidor) da taxa nominal
Fonte: Consar. Dados de dezembro de 2010.

Conforme se verifica no gráfico acima, há ainda forte exposição a investimentos em renda fixa, apesar das recentes mudanças na legislação, flexibilizando a alocação de recursos

³¹ É o instrumento de dívida mais antigo emitido pelo Governo Federal. Foram emitidos pela primeira vez em janeiro de 1978 e, desde então, constituem um pilar fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais do México. Pertencem à família dos bônus cupom zero, ou seja, são comercializados com desconto (abaixo de seu valor nominal), não pagam juros ao longo do tempo e são liquidados por seu valor nominal na data de vencimento.

em ativos estruturados e em renda variável. Dessa forma, as Siefiores concentram em seus portfólios um volume expressivo de títulos de dívida, emitidos tanto por empresas como pelos governos.

Segundo a Consar, as Siefiores se consolidaram como principal intermediário no mercado de dívida de longo prazo, com participação de 42% em bônus governamentais de renda fixa. Em 2010, foram colocados 917,268 milhões de pesos de dívida privada local de longo prazo e instrumentos estruturados, e as Siefiores absorveram 27,6% desse total, de acordo com a Consar (Gráfico 19).

Gráfico 19 - Composição dos investimentos das Siefiores (em prazos) em títulos públicos

Fonte: Consar. Dados de dezembro de 2010.

Apesar das restrições em investimentos em renda variável – uma vez que a legislação limita a exposição a essa modalidade apenas por meio de fundos de índices e produtos estruturados – observa-se um crescimento desses ativos nas carteiras dos fundos. Essa evolução reflete, principalmente, a adesão das Siefiores às recentes ofertas públicas iniciais de ações (IPO, pela sigla em inglês), conforme quadro 14, e a participação em CKDs, conforme quadro 15.

Quadro 14 - Participação das Siefores nos IPOs de 2010

Data	Companhia	Total da Emissão*	% Siefores
05/mai	Chedraui	2,632	18,0
11/mai	Actinver	0,864	5,5
07/jul	Proteak	1,113	95,2
12/out	Sport World	0,78	29,1
16/Nov	Ohlmex	5,26	59,9

*Em milhões de pesos

Fonte: Consar. Dados de dezembro de 2010.

Quadro 15 - Participação das Afores nas ofertas de Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs)

Afore		Valor da Emissão	Total Afores	Participação Afores (%)
Agropecuaria Santa Genoveva	jul/08	1,650	1,948	99,89
Red de Carreteras Occidente	out/09	7,755	7,518	96,94
WAMEX Capital	nov/09	0,750	0,600	80,00
MACQUARIE	dez/09	3,415	3,415	100,00
Atlas Discovery México	dez/09	1,161	1,031	88,80
Nexxus Capital IV	mar/10	2,641	2,531	95,83
Promecap	jul/10	2,503	2,363	94,41
AMB	jul/10	3,300	2,673	81,00
PLA Inmuebles Industriales S. de R.L.	ago/10	3,095	2,495	80,61
Artha Operadora	ago/10	2,440	1,475	60,45
Navix	dez/10	4,002	3,942	98,50
I Cuadrada	dez/10	2,737	2,270	82,93
Marhnos	dez/10	1,000	0,703	70,30
Total		36,449	32,664	89,62

Fonte: Consar. Dados de dezembro de 2010.

Os CKDs são instrumentos estruturados, lastreados em outros ativos. Sua remuneração, portanto, está vinculada ao rendimento desses títulos. São estruturados por uma espécie de gestor de fundo (*Fideicomiso Emisor*) e oferecidos ao investidor por meio de distribuição de cotas. Os recursos captados são destinados às companhias, tanto por meio de compra de ações como dívidas.

São instrumentos fiduciários e de capital. Não contam com um *rating* sobre qualidade creditícia de sua emissão por uma instituição qualificadora de valores e os investidores devem manifestar expressamente que conhecem os riscos de tais valores com antecedência à aquisição.

São regulados pela *Ley del Mercado de Valores* e listados na Bolsa Mexicana de Valores (BMV), razão pela qual são disciplinados em regulamento publicado pela BMV em agosto de 2009, no qual os CKDs são definidos como títulos fiduciários a prazo determinado ou determinável, emitidos por fideicomissos. Oferecem rendimento variável e incerto e, parcial ou totalmente vinculados a outros ativos. Seu propósito são investimentos que permitam o desenvolvimento de atividades ou projetos ou, ainda, a compra de títulos representativos do capital social de empresas.

Em relação à governança corporativa, esse normativo prevê como requisitos a realização de assembleia de cotistas e a instituição de um Comitê Técnico e de um Comitê de Investimento.

Como direitos, são assegurados aos cotistas, pela *Ley del Mercado de Valores*, (i) a faculdade de 10% dos cotistas convocarem assembleia geral, (ii) 20% dos cotistas podem se opor judicialmente às resoluções das assembleias de cotistas, (iii) 10% dos cotistas para designar um membro do Comitê Técnico do Fideicomisso emissor, e (iv) aprovar os investimentos ou desinvestimentos que representem 20% ou mais do patrimônio do fideicomisso.

Estudo da consultoria *Haynes Boone* em parceria com a Deloitte, publicado em 2010 sob o título “*La importancia de la relación entre el Gobierno Corporativo y la inversión en Certificados de Capital de Desarrollo*”³², destaca como vantagem dos CKDs o fato de serem instrumentos de capital. Essa característica lhes permite financiar projetos ou empresas, beneficiando e participando de setores estratégicos, incentivando a criação de empregos e a administração profissional de recursos. Como resultado, os CKDs são remunerados com rendimentos total ou parcialmente vinculados ao desempenho desses projetos ou empresas, contribuindo para preparar companhias para uma oferta pública inicial (IPO), impulsionando o crescimento do mercado de capitais local.

Na mesma direção vai a afirmação feita pela Consar em seu *Boletín de Prensa* n.14/2010, publicado em dezembro de 2010³³. No texto, o órgão regulador afirma que, por

³² Disponível em http://www.amafore.org.mx:8080/swb/eventos/Xsem/AFranck_DAguinaga.pdf. Último acesso em 03 de maio de 2011.

³³ Disponível em www.consar.gob.mx. Último acesso em 03 de maio de 2011.

meio da diversificação dos investimentos feitos com os recursos dos trabalhadores, foram alcançadas taxas de rendimento altamente competitivas durante os 13 anos do *Sistema de Ahorro para el Retiro*. Acumulam-se rendimentos de 13,6% nominal e 6,6% real. Ao mesmo tempo, continua a nota, o investimento em títulos como os CKDs resulta em geração de empregos e na construção de infraestrutura, refletindo em desenvolvimento no país.

De acordo com a Consar, os investimentos das Siefores reverteram, às companhias mexicanas de grande, médio e pequeno porte, um total de 418,722 milhões de pesos, confirmando a importância dos fundos de pensão para o desenvolvimento da economia do México (Gráfico 20).

Gráfico 20 - Investimentos das Siefores em empresas, por meio dos veículos disponíveis (em milhões de pesos)

Fonte: Consar. Dados de dezembro de 2010.

3.6 Ativismo

As mudanças na regulação da indústria de fundos de pensão e de previdência nos três países tende a se refletir em uma maior exposição dos portfólios para ativos de renda variável, principalmente a ações de companhias abertas. Com isso, os gestores passam a desempenhar o

papel de acionistas minoritários, e muitas vezes com uma expressiva participação no capital das companhias.

Conforme as participações acionárias desses fundos crescem em determinadas sociedades, também aumenta a preocupação em obter retorno com esses investimentos, o que faz com que muitos gestores comecem a monitorar a atuação dos gestores das companhias investidas, conforme observam Punsuvo, Kayo e Barros (2007). Como acionistas, os fundos de pensão podem passar a exercer essas atividades de monitoramento de forma mais ativa e, com isso, garantir uma remuneração adequada para seus investimentos. Os mecanismos de governança corporativa podem ajudá-los nessa tarefa.

O processo de acumulação de poupança junto aos fundos de pensão os tornou grandes investidores no mercado de renda variável, como já abordado anteriormente. Como acionistas de um grande número de empresas, os fundos passaram a perceber a importância de estimular as empresas de capital aberto a adotarem práticas de governança corporativa (PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007). Exercendo o poder subjacente à posição de grandes acionistas, passaram a reivindicar modificações na forma de conduzir as empresas nas quais investem, movimento esse conhecido como ativismo. Os fundos passam a perceber, também, a necessidade de desenvolver mecanismos para alinhar seus interesses aos dos gestores das empresas nas quais detêm participação acionária para, dessa forma, garantir o retorno de seus investimentos.

De acordo com Silveira (2004), os investidores institucionais fomentaram grande parte do movimento em torno da governança corporativa no Brasil, nos anos 80. Frente a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os conselhos de administração, esses investidores passaram a exigir melhores práticas de governança como condicionante para alocação de recursos nas companhias, movimento que ganhou o nome de ativismo (termo que, segundo Silveira, chega a ser utilizado por muitos analistas como substituto da expressão governança corporativa).

Punsuvo, Kayo e Barros (2007) afirmam que, para compreender o surgimento do movimento de ativismo dos investidores, é importante introduzir as razões históricas para o despertar da governança corporativa, com atenção específica aos conflitos de agência que surgem naturalmente no ciclo de vida das empresas. As empresas nascem, em grande parte, como resultado de uma ação de seus fundadores, os quais acumulam, inicialmente, as funções de proprietários e gestores. O processo de evolução natural sugere que, obtendo sucesso, a empresa tende a crescer e, com o passar dos anos, a sucessão de comando na empresa deverá ocorrer. Em algum momento futuro, a separação da propriedade e da gestão deverá ocorrer,

incorporando, na organização, acionistas cada vez mais afastados da administração diária dos negócios.

Os desdobramentos do processo de evolução da empresa poderão ensejar a abertura de capital, contribuindo para a dispersão crescente da propriedade, a exemplo do que se verifica em mercados mais desenvolvidos, como Estados Unidos e Reino Unido, países que foram berços da moderna governança corporativa.

Crisóstomo e Valledado González (2006) destacam que, de certa forma, o ativismo tem como razão principal a busca de solução de problemas de agência relatados por Jensen e Meckling (1976), uma vez que é praticado por acionistas sem controle majoritário, mas que querem influir no processo decisório de modo a ter seus direitos respeitados. Em outras palavras, dizem os autores, o ativismo de acionistas é a tradução de uma postura ativa destes quando passam a impor suas demandas à direção da empresa.

O ativismo de acionistas tem tido um papel importante no conflito de interesses entre propriedade e controle, principalmente nos mercados mais desenvolvidos como EUA (GILLAN; STARKS, 1998). Desde os primeiros registros de tal ativismo nos anos 1930 até os dias atuais, com destaque para a atuação dos investidores institucionais, entre eles os fundos de pensão, a partir dos anos 1980 o ativismo de acionistas tem sido uma forma legítima de atuação de acionistas que tem ocasionado efeitos mais frequentemente positivos que negativos para empresas e acionistas. A estratégia dos acionistas tem evoluído com o objetivo de garantir respeito a seus direitos.

Como bem observam Monks e Minow (2004), os fundos de pensão possuem um incentivo natural a promover o ativismo, pois são os gestores financeiros que devem rentabilizar adequadamente as contribuições dos participantes, sob o risco de poderem lesar os seus clientes.

O trabalho de Crisóstomo e Valledado González (2006) apresenta uma pesquisa sobre a evolução da participação dos fundos de pensão no capital votante companhias abertas brasileiras no período 1995-2002. Foi considerada a presença de pelo menos um fundo de pensão entre os cinco maiores detentores de ações com direito a voto. Constatou-se que houve aumento no número de empresas que contavam com esse perfil de investidores em seu bloco de controle, saindo de 22 companhias, em 1995, para 39 em 2002, incremento de 77%. Por outro lado, houve um decréscimo no número de companhias com pelo menos um fundo de pensão entre os cinco maiores sócios com direito a voto. Em 1995, eram 193 companhias. Já em 2002, totalizavam 136 empresas.

Contudo, segundo os autores do estudo, é difícil afirmar que o fato de ter um fundo de pensão entre os cinco acionistas principais seja determinante para a melhora de desempenho da companhia. O único indício apontado pelo estudo é que, efetivamente, para a maioria dos índices de desempenho analisados, os resultados indicaram uma média superior de valorização dessas companhias no ano de 2002. Já em relação aos dividendos pagos por ação, a média foi significativamente superior naquele ano.

Os resultados apresentados em tal estudo não evidenciaram que exista uma estratégia de participação na propriedade, por parte dos fundos de pensão, concluem os autores. Mas permitiu notar que há uma presença crescente desse perfil de investidor na propriedade das companhias brasileiras, o que pode ser traduzido como uma forma de ativismo capaz de ocasionar outras.

No contexto de América Latina, o *White Paper* publicado pela OECD e pelo IFC (2009) destaca que a baixa liquidez dos mercados de capitais e a escassez de títulos atrativos têm feito com que os investidores de longo prazo, especialmente fundos de pensão, mantenham portfólios similares e permaneçam com as ações das mesmas companhias em carteira. Esse panorama tem se refletido em dificuldades para oferecer opções de escolha aos participantes de seus fundos e um mercado competitivo para escolher um plano de previdência. Ao mesmo tempo, como existem poucas empresas listadas nas bolsas da região, há menos opções para se investir, o que faz com que os fundos de pensão tenham um grande impacto como acionista minoritário, inclusive coordenando os votos e manifestações conjuntas, em direção a objetivos comuns.

Um exemplo da união de investidores institucionais na defesa de seus interesses enquanto acionistas minoritários de companhias abertas é a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), fundada no Brasil em 2006. Conforme informação de seu *website*³⁴, reúne 46 associados³⁵, que são gestores independentes ou ligados a instituições financeiras, *assets* estrangeiras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar e clubes de investimento.

Um dos princípios da atuação da AMEC, de acordo com as informações de seu *website*, é contribuir para a criação de valor das companhias abertas brasileiras, meta que inclui a defesa dos interesses e direitos dos minoritários nessas sociedades. E, para exercer essa missão, seu foco de trabalho está no estímulo à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas.

³⁴ Hospedado em www.amecbrasil.org.br, acessado em 01/04/11.

³⁵ Conforme www.amecbrasil.org.br, em 13/04/11.

Em seu relatório anual de atividades de 2007, o então presidente da associação, Luiz Fernando Figueiredo, destacou que a atuação da AMEC pode ser interpretada, muitas vezes, como ativismo. “Porém, entendemos que esse ativismo se encontra, ainda, em um estágio inicial. Movimenta-se apenas no sentido de proteger o investidor minoritário, por meio da garantia de seus direitos. Poderíamos classificá-lo como um ativismo de defesa, longe, ainda, do verificado em mercados mais desenvolvidos. O bom ativismo, perseguido pela AMEC, tem como característica uma aproximação maior entre os investidores e as companhias, possibilitando que os acionistas contribuam na discussão e na adoção de condutas que criem valor para a companhia e, como consequência, sejam refletidas em ganhos. Já o segundo tipo de ativismo visa apenas sacar o valor das empresas no curto prazo, uma prática altamente prejudicial não só para as companhias e acionistas, mas para o mercado como um todo”.

A defesa dos interesses e direitos dos minoritários, com base nas boas práticas de governança corporativa, pode ser percebida nas manifestações públicas da AMEC nesses anos, motivadas em casos concretos de companhias, ao serem identificadas práticas que beneficiavam controladores ou administradores, em detrimento dos minoritários. Dentre essas práticas, estão condutas inadequadas, como conflitos de interesse, abuso de poder dos controladores e desconformidades na confecção de laudos de avaliação para reorganizações societárias, relacionados a seguir:

Companhias que foram alvo de manifestações da AMEC em 2006

Telemar

A reorganização societária da Telemar Participações, que daria origem à Oi Participações, divulgada ao mercado em outubro de 2006, propunha converter ações preferenciais em ordinárias, a fim de possibilitar a migração da empresa ao Novo Mercado da Bovespa, nível mais elevado de práticas de governança corporativa.

Aderir a um nível de listagem com maiores exigências é uma decisão louvável, conforme se manifestou, na época, a AMEC. Entretanto, a troca de ações foi considerada abusiva pela Associação, já que estava condicionada ao pagamento de um prêmio, conduta conflitante com as normas que regem o Novo Mercado, especialmente quanto ao tratamento equitativo que deve existir entre acionistas. O investidor que receberia esse prêmio, apesar do seu interesse direto na decisão, também não estava impedido de participar da assembléia geral que deliberaria sobre o assunto, deflagrando um quadro de conflito de interesses.

Arcelor Brasil

A aquisição de controle indireto da Arcelor Brasil pela Mittal, no primeiro semestre de 2006, desencadeou uma troca de controle na companhia, ainda que, inicialmente, a companhia não tenha tido essa interpretação. No entanto, após publicação de entendimento da equipe técnica da CVM, fundamentado em dispositivo estatutário e na Lei das S/A, a Mittal abandonou sua posição inicial e decidiu apresentar à CVM o pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA). Porém, o preço ofertado pelas ações da Arcelor Brasil – além da existência de formas de pagamento diferentes oferecidas para os acionistas da companhia brasileira e da européia - gerou uma série de reclamações de investidores. Nesse contexto, a AMEC se manifestou no sentido de pleitear pelo pagamento de um valor justo e equitativo, condição que posteriormente foi ajustada por decisão da CVM.

Companhias que foram alvo de manifestações da AMEC em 2007

Cosan

O grupo Cosan propôs uma reorganização societária, em junho de 2007, que aconteceu em três etapas. Primeiro, uma oferta global da Cosan Limited, com sede em Bermudas, seguida de uma reestruturação societária sem alteração do controle acionário. Por fim, foi realizada uma oferta aos minoritários da Cosan, listada no Novo Mercado, para migrarem para a Cosan Limited.

Em relação à oferta global, a grande questão que suscitou dúvidas e desconfiança por parte dos acionistas minoritários girou em torno da estrutura do capital social da Cosan Limited. Nesta, haveria duas classes de ações ordinárias, “A” e “B”. As ações classe “A” eram representadas, no Brasil, por certificados de depósito de valores mobiliários brasileiros (BDRs) e oferecidas aos investidores locais. As ações classe “B”, subscritas pelo acionista controlador da Cosan. A diferença entre uma e outra classe é o direito político que cada uma possui. A ação classe B teria direito a 10 votos, enquanto a A, apenas a um.

Não restaram dúvidas ao mercado de que as regras e os princípios de boa governança corporativa estavam sendo seriamente atingidos com a proposta, uma vez que a nova empresa fora constituída em um país estrangeiro, com normas menos favoráveis a acionistas minoritários. Um dos pilares básicos da boa conduta referendada pelos manuais de governança corporativa e pelo mercado de capitais é o tratamento equitativo a todos os acionistas, inclusive aos estrangeiros. A paridade de uma ação/um voto é essencial, e é uma das premissas defendidas pelas regras de boa governança corporativa.

O anúncio, feito por meio de fato relevante que divulgou a reorganização societária da Cosan, não foi bem aceito pelo mercado. Por força de pressão da AMEC, de acionistas minoritários e da Bovespa, o acionista controlador da Cosan voltou atrás em alguns termos. Decidiu que, no contexto da oferta pública de permuta voluntária das ações da Cosan S/A pelas ações da Cosan Limited, concederia aos acionistas da Cosan S/A o direito de permutar, à sua livre escolha, as ações ordinárias da Cosan S/A por ações classe A de emissão da Cosan Limited, BDRs representativos de ações classe A de emissão da Cosan Limited ou, também, por ações classe B da série 2 de emissão da Cosan Limited.

Ipiranga

Uma reestruturação societária, em virtude da alienação das empresas e subsidiárias do Grupo Ipiranga, foi proposta aos acionistas em março de 2007. Entretanto, os critérios utilizados nos laudos de avaliação das ações de emissão dessas companhias, incorporadas pela Ultrapar, chamaram a atenção dos acionistas minoritários. Nessa incorporação, o valor da relação de troca das ações do grupo Ipiranga pelas ações da Ultrapar foi estipulado sem a divulgação simultânea do laudo de avaliação. Esse instrumento é necessário para avaliar as companhias envolvidas na operação de troca de ativos, como nesse caso.

A divulgação tardia do laudo ao mercado, que só ocorreu após a divulgação do preço das ações, gerou inúmeros questionamentos por parte da AMEC e dos acionistas minoritários junto às companhias envolvidas e à CVM. Uma discussão de grande relevância no mercado de capitais foi travada, a partir de então, a respeito da responsabilidade dos acionistas controladores, administradores e avaliadores sobre os laudos de avaliação, bem como por seu conteúdo e conclusões.

Frente a esse acontecimento, a AMEC cobrou uma transparência maior dos acionistas controladores e dos administradores de companhias abertas quando forem divulgadas informações relevantes ao mercado. Promoveu, ainda, uma discussão sobre a responsabilidade civil e administrativa dos agentes envolvidos na elaboração de laudos de avaliação.

Também promoveu um encontro entre os analistas dos seus associados, que integram suas comissões, e técnicos da CVM. Após essa ocasião, a área técnica da CVM determinou alterações na oferta da Ultrapar aos minoritários ordinaristas da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga.

Trafo/Weg

A Weg S/A, fabricante de equipamentos eletroeletrônicos de uso industrial, adquiriu, em março de 2007, o controle acionário da Trafo S/A, indústria que desenvolve soluções tecnológicas para o mercado de distribuição e transmissão de energia. Além dessa operação societária, resultou no posterior cancelamento do registro de companhia aberta da Trafo.

O ponto que chamou a atenção da AMEC, nessa operação, foi o laudo de avaliação que balizou a oferta pública de aquisição (OPA), que apresentou incongruências. Dentre essas, a taxa de perpetuidade nula atribuída à Trafo, a ausência de fundamentação para a projeção do aumento do custo da matéria-prima da empresa adquirida, e a alta taxa de Risco Brasil, em desconformidade com os parâmetros do mercado, utilizada para a taxa de desconto do fluxo de caixa da Trafo. Assim, novamente o problema da responsabilidade dos agentes envolvidos na confecção de laudos de avaliação veio à tona, levando a AMEC a se manifestar perante o órgão regulador do mercado de capitais.

Companhias que foram alvo de manifestações da AMEC em 2008

Totvs / Datasul

A fusão entre as duas fabricantes de software, anunciada em julho de 2008, foi formatada para ocorrer de forma gradativa, com a Datasul sendo incorporada à Makira, uma companhia fechada controlada pela Totvs, para somente depois ser integralizada nesta última.

Ainda que neste caso específico não tenha sido detectada perda para os acionistas de nenhuma das companhias, a AMEC entendeu que o formato de incorporação de ações por empresa de capital fechado poderia ser utilizado em outras ocasiões, cerceando o direito de voz do investidor, abrindo potencial hipótese de prejuízos aos acionistas que estejam fora do bloco de controle de companhias.

Agrenco

As notícias veiculadas pela imprensa sobre a Agrenco Ltd., seus administradores e controladores, a partir de junho de 2008, fizeram com que o assunto fosse incluído nas discussões entre os associados da AMEC. Foram analisados os temas que vieram a público e que comprometeram diretamente a formação de preço dos *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) emitidos pela companhia. O resultado desses estudos serviu de apoio à AMEC na interlocução com a CVM e com a BM&F Bovespa, em iniciativas específicas para aprimorar

a legislação que recai sobre os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), as empresas que os emitem e os intermediários dessas operações.

Aracruz/VCP

Na operação proposta pela Votorantim Celulose e Papel (VCP) para adquirir o controle acionário da Aracruz Celulose, anunciada em agosto de 2008, o laudo de avaliação foi apresentado posteriormente à fixação do preço a ser praticado na relação de troca dos papéis, o que faz com que o laudo tivesse um intuito meramente formal, cumprindo uma obrigação legalmente prevista. Além disso, a AMEC ressaltou que a VCP já havia adquirido uma participação de 28% da Aracruz em 2001, passando a ser um acionista relevante na companhia. Com a operação, poderia se consolidar como acionista controladora, quadro que sugeria uma hipótese de alienação de controle em etapas e que merecia ser analisado pelas autoridades.

Em outubro, ambas as companhias divulgaram que a conclusão da operação seria postergada. Em janeiro de 2009, a Aracruz informou ao mercado, antes da abertura do pregão da BM&F Bovespa, que a VCP havia concluído a compra de participação acionária de um grupo que compunha seu controle e que, a partir daí, procederia a incorporação da Aracruz. Entretanto, na véspera, após o fechamento do pregão, a Aracruz havia divulgado ao mercado que fechara negociação com os bancos para reestruturar seus débitos.

A AMEC questionou basicamente dois pontos. Primeiro, o fato de não atenderem ao Parecer de Orientação 35, da CVM, que recomenda que as relações de troca de ações devem ser negociadas por Comitês Especiais, compostos por membros independentes. Outro ponto foi o preço proposto, em linha com a cotação a mercado, critério que não poderia ser utilizado uma vez que os investidores não dispunham da mesma informação detida pelos administradores de ambas as companhias, o que resultou em subavaliação das ações preferenciais frente às ordinárias.

Diante de tais fatos, a Aracruz suspendeu a assembleia que deliberaria sobre a incorporação. Posteriormente, a Aracruz retomou a assembleia, e seus acionistas aprovaram a mesma relação de troca para os acionistas preferencialistas e ordinaristas da Aracruz.

Tenda/Gafisa

A questão dos laudos de avaliação foi novamente retomada, em virtude do anúncio de aquisição da construtora Tenda pela Gafisa, em setembro de 2008. De acordo com os termos propostos pelas companhias, verificou-se uma diluição do capital detido pelos acionistas da

Tenda, incluindo a participação do controlador naquela época. Para ser absorvida pela Gafisa, a Tenda faria um aumento de capital da ordem de R\$ 1,5 bilhão. Com isso, abarcaria R\$ 420 milhões de ativos da Fit, empresa da Gafisa. Essa operação resultaria na transferência do controle do negócio à Gafisa, que ficaria com 60% das ações da Tenda ao fim do processo.

Nessa operação, apesar de não haver prejuízo econômico, a AMEC detectou uma lacuna na lei em que operações societárias relevantes com controladas poderiam ser realizadas com o cerceamento do direito de voz dos acionistas, bem como a possibilidade da ocorrência de operações de transferência de controle disfarçadas de incorporações.

Companhias que foram alvo de manifestações da AMEC em 2009

Duratex/Satipel

A incorporação da Duratex S/A pela Satipel Industrial S/A, anunciada em junho de 2009, se daria por meio de reorganização societária, substituindo as ações de Duratex por Satipel. Nessa troca, seria conferido um suposto prêmio às ações ordinárias detidas pelos controladores, em detrimento dos acionistas minoritários detentores do mesmo papel. A manifestação da AMEC sobre esse tratamento não-equitativo dos acionistas influenciou a decisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que exigiu a abstenção dos controladores na assembleia que aprovaria tal incorporação.

Sadia/Perdigão

A incorporação da Sadia pela Perdigão, anunciada em maio, resultou na companhia que passou a ser denominada BR Foods. Entretanto, tal transação abriu o debate sobre o tratamento não-equitativo dado à mesma espécie de ações de uma companhia.

Na operação, os acionistas controladores constituíram uma sociedade *holding*, que foi incorporada pela Perdigão por um preço maior ao pago aos demais acionistas detentores de ações ordinárias (com direito a voto) da Sadia. Em virtude da decisão da CVM quanto à operação envolvendo Duratex e Satipel, o acionista controlador da Sadia se absteve de votar na assembleia geral extraordinária quanto ao item relativo à incorporação de ações da Sadia pela BR Foods.

Companhias que foram alvo de manifestações da AMEC em 2010

Petrobras

A capitalização da Petrobras, anunciada em agosto de 2009, apresentou como proposta a subscrição pela União das ações, utilizando-se de ativos caracterizados por contratos de cessão onerosa dos direitos de extração de barris de petróleo, enquanto o acionista minoritário aportaria os recursos em dinheiro.

A AMEC se manifestou publicamente sobre o caso, questionando a avaliação desses direitos e o impedimento de voto do controlador, face ao evidente conflito de interesses na deliberação sobre o laudo de avaliação. A companhia, em seguida, mudou a proposta, anunciando que o Governo Federal utilizaria títulos da dívida pública para aumentar o capital da Petrobras e o imediato uso dos referidos títulos para pagar os contratos da cessão onerosa de extração de barris de petróleo.

Tais medidas foram seguidas por um novo posicionamento da Petrobras, anunciando mudanças no tratamento a ser dado aos minoritários na operação. Comunicou a criação de um comitê com representantes desses acionistas, a extensão da possibilidade de utilizar títulos da dívida pública mobiliária federal para a compra das novas ações e que os direitos dos minoritários fossem respeitados.

Causou estranheza o aumento de capital ter sido realizado com os direitos de exploração de petróleo e, no entanto, a Petrobras não permitir que a avaliação dos barris de petróleo fosse submetida ao crivo dos acionistas minoritários.

Além desse ponto, a Petrobras alterou o seu estatuto social para permitir que o aumento de capital se desse por deliberação do Conselho de Administração, mais uma vez retirando dos acionistas minoritários o direito de deliberar sobre a referida operação.

A Petrobras convocou a assembleia geral extraordinária (AGE) para o dia 12 de agosto de 2010 para deliberar sobre, entre outros assuntos, a aprovação dos critérios e das metodologias para determinação do valor dos títulos públicos. Além disso, buscava a aprovação da delegação de poderes ao conselho de administração da Petrobras para acatar o laudo.

A AMEC formulou consulta à CVM sobre a existência de conflito da União para votar sobre as matérias da ordem do dia, em especial sobre a aprovação da metodologia de formulação do laudo de avaliação sobre o preço dos títulos públicos que foram utilizados na capitalização. Apesar de a resposta ter sido enviada à AMEC só após o início da assembleia geral, o parecer da área técnica da CVM confirmou o entendimento de que a União deveria

abster-se de votar. Houve também o questionamento sobre a hipótese de ilegalidade na proposta de delegar ao conselho de administração a competência para a efetiva aprovação do laudo de avaliação, sendo essa atribuição exclusiva da assembleia de acionistas de acordo com a lei societária.

Tractebel

A CVM, em uma consulta formulada pela Tractebel, se manifestou favorável ao impedimento de voto em assembleia do acionista controlador para aprovação da compra de ativos a ele pertencentes, consolidando a tese de que em casos de conflito de interesses há o impedimento de voto do acionista, ponto que tem sido defendido pela AMEC.

A associação tem se posicionado sempre que há o impedimento de voto dos acionistas nas situações de benefício particular e de interesse conflitante, além das hipóteses consagradas das votações das contas da administração e na aprovação de laudo de avaliação com que o acionista concorre para a formação do capital social da companhia.

A recentemente manifestação da CVM na consulta da Tractebel reforçou o entendimento da AMEC, consolidando a interpretação quanto ao tema “impedimento de voto” e “conflito de interesses”.

Brasil Telecom

A AMEC se posicionou publicamente sobre a operação de incorporação da Brasil Telecom pela Oi, pois entendeu que a relação de troca das ações das companhias apresentavam distorções resultantes da metodologia de avaliação utilizada pelas companhias.

Em maio de 2010, após análise aprofundada em reunião ordinária de diretoria, a associação encaminhou suas considerações à CVM e aos executivos envolvidos diretamente na operação societária.

A apreciação contemplou as provisões contábeis na Brasil Telecom (causadoras da nova relação de troca), o método de equivalência patrimonial, a mistura de diferentes conceitos e critérios econômicos nas avaliações das sociedades incorporadoras e incorporadas e a ausência das mesmas provisões contábeis na Telemar. Foi citado, também, o extenso lapso temporal a partir do primeiro anúncio da incorporação da Brasil Telecom pela Telemar, que ocasionou uma insegurança jurídica no mercado e travou o valor da ação ao longo desse período. Igualmente importante foi o registro das afirmações contraditórias a respeito da provisão feita na Brasil Telecom referente às contingências judiciais ao longo de 2009 e 2010

e a supressão dessas informações, que já haviam sido divulgadas anteriormente pelas controladoras da companhia.

Em resposta ao comunicado da AMEC, a Oi Participações declarou que em última instância a aprovação da alteração societária pertencia aos acionistas minoritários da Brasil Telecom, reunidos em assembleia na qual o controlador – a própria Oi – não votaria.

Ativismo dos investidores institucionais chilenos

Alguns estudos sustentam que a rápida acumulação de recursos pelos fundos de pensão, que resultou na reforma do sistema, refletindo-se em importantes efeitos no desenvolvimento do mercado de capitais chileno, entre eles, aumento na liquidez e competitividade do mercado, diminuição do custo de capital, menor volatilidade dos retornos, maior eficiência dos intermediários, aparição de novos instrumentos e as constantes melhorias ao marco legal

As AFPs são o principal acionista minoritário (8,5% de participação, segundo CLARKE, 2009) das companhias abertas chilenas, relevância que faz com que seus posicionamentos e decisões tenham repercussão no mercado local. Clarke (2009) lista alguns exemplos de casos em que a intervenção das AFP, tanto no papel de acionistas como no de credores (por possuir títulos de dívidas das empresas), refletiu-se em melhores práticas de governança corporativa pelas empresas.

Companhias que foram alvo de manifestações das AFPs

Chispas

As AFPs criticaram o acordo entre os executivos da Enersis e Endesa Espanha referente à aquisição do controle da Endesa Chile, em 1997. As AFPs convocaram assembleia de acionistas, alertaram a SVS (comissão de valores mobiliários do Chile) e foram imprescindíveis para que a Endesa Espanha modificasse os termos de seu plano de compra, beneficiando os acionistas minoritários.

Terra

As AFPs consideraram que o preço oferecido pelo portal de internet Terra para adquirir a Telefónica Net, empresa de telecomunicações, estava abaixo do valor de mercado. Com isso, os conselheiros eleitos pelas AFPs se opuseram à transação, e os representantes da

AFPs votaram contra a aquisição na assembleia de acionistas. Além disso, as AFPs moveram ações legais contra a Telefónica CTC.

Telefónica Móviles

As AFPs solicitaram modificação dos termos da transação entre as empresas de telecomunicações Telefónica CTC e sua empresa relacionada, a Telefónica Móviles S.A.

A pressão das AFP levou a um incremento no preço de venda de US\$ 50 milhões e o pagamento de dividendos extraordinários aos acionistas, que totalizou US\$ 800 milhões.

Fusão MASISA – Terranova

As AFPs negociaram, em 2005, a relação de troca e condicionaram a aprovação da fusão entre os grupos florestais Terranova e Masisa ao pagamento de um dividendo extraordinário de US\$ 54 milhões e a baixa incidência do direito de recesso causado na operação.

Soquimich

As AFPs apoiaram, em 2007, a unificação dos direitos das duas classes de ações, a modificação dos estatutos da Sociedad Química y Minera de Chile (Soquimich) e a imposição do limite máximo de votação de 37,5% do direito de voto de cada série às votações realizadas por acionistas relacionados, atuando em prol de um mesmo interesse.

As AFPs se opuseram à SVS em algumas das cláusulas de um acordo de acionistas elaborado para conseguir o controle da Soquimich. Tais cláusulas foram eliminadas.

Bônus conversíveis da Gener

Os problemas financeiros da AES Gener, segunda maior companhia de geração do Chile, colocaram em perigo o pagamento de US\$ 400 milhões que a empresa devia às AFPs, em 2003.

As AFPs negociaram com a empresa até conseguir o resgate antecipado dos recursos aplicados em títulos de dívida emitidos pela Gener.

3.7 Princípios para o investimento responsável

Pelos exemplos acima mencionados, percebe-se que a governança corporativa tem sido utilizada em situações de conflitos entre sócios, como uma forma de defesa dos interesses das partes. Entretanto, dentro do conceito de que a governança corporativa engloba práticas relacionadas à transparência, equidade e tempestividade, tem sido crescente, nos últimos anos, o entendimento de que o conceito também envolve a responsabilidade corporativa.

Quem marcou pioneirismo nessa abordagem foram a OCDE e o IFC. Em 2009, o organismo passou a definir governança corporativa como um bem público, podendo ser considerada como um pilar para o desenvolvimento econômico sustentável se alinhada a boas práticas ambientais e sociais.

Essa nova concepção parte do princípio de que questões ambientais e sociais podem interferir no desempenho das companhias. Todas as empresas - em menor ou maior grau, dependendo do setor de atuação - demandam recursos humanos, econômicos, sociais ou ambientais para operarem. Utilizá-los de forma responsável, estabelecendo um compromisso de longo prazo com a integridade do meio ambiente e da sociedade, contribuindo para o desenvolvimento social e econômico de seu entorno, pode prepará-las para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais, contribuindo para a perenidade dos negócios.

O entendimento do IFC ganhou eco e passou a ser incorporado na visão de outras instituições sobre o tema. Na América Latina, por exemplo, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) passou a considerar a responsabilidade corporativa como um dos pilares da governança ao revisar seu Código de Melhores Práticas em 2004. Dois anos depois, no México, o tema também ganhou espaço na revisão do Código de Melhores Práticas Corporativas (CMPC).

Essa relação entre o desempenho das companhias e o desenvolvimento sustentável ganha destaque no estudo da OCDE e do IFC (2009). Segundo o organismo, essa dependência anda em paralelo com a boa governança e o acesso ao capital, razão pela qual, reforça, mereceria ser considerada na decisão de investimento dos investidores institucionais, pelo fato de ter total ligação com o dever de fidúcia que lhes cabe. Ao terem de atuar de acordo com os melhores interesses de seus clientes, seria natural não só a opção por investir em empresas que adotem boas práticas de governança corporativa, sociais e ambientais (ESG, pela sigla em inglês), mas também o exercício de um monitoramento dessas iniciativas, com vistas à perenidade dos negócios da companhia.

Entretanto, nem sempre é o que acontece, segundo a OCDE e o IFC, motivo que levou com que, em 2005, fosse elaborado o documento que ganhou o nome de “Princípios para o Investimento Responsável (PRI)”. Desenvolvido pela Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio ambiente (UNEP FI)³⁶ e pelo Pacto Global das Nações Unidas³⁷, visa superar a falta de conexão entre responsabilidade corporativa e o real comportamento dos mercados financeiros. Durante o discurso do então secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan, afirmou-se que, ainda que o setor financeiro alimente a economia global, a tomada de decisões de investimentos nem sempre considera questões sociais e ambientais, uma vez que são guiadas por considerações de curto prazo, em detrimento dos objetivos de longo prazo. Por isso, ainda que muitas companhias estejam adotando iniciativas relacionadas ao ESG, tais esforços, com raras exceções, não têm sido reconhecidos pela comunidade financeira.

Esse fato não necessariamente retrata que haja falta de interesse ou vontade por parte dos investidores, afirmou. Mas a ausência de um conjunto de diretrizes comuns que pudessem ser utilizadas por investidores individuais e institucionais para avaliar plenamente riscos e oportunidades, dificulta a abordagem desses temas na escolha dos investimentos. Oferecer uma solução nesse sentido, portanto, é a proposta do PRI.

O documento é direcionado a investidores e se une às iniciativas que dão eco ao conceito propagado pela OCDE e pelo IFC, partindo da premissa de que o tema ESG pode afetar o desempenho dos investimentos. Por isso, a conveniente consideração desses assuntos contribuiria para garantir lucros melhor ajustados ao risco, princípio que se enquadra no papel fiduciário dos investidores. Portanto, essa visão, em última instância, resultaria em aumento de ganhos e diminuição de riscos.

Uma série de ações a serem observadas na análise de uma companhia é listada no documento. Entretanto, o intuito do PRI é ir além de simples recomendações. Os investidores que se identificam com a proposta se tornam signatários e assumem um compromisso com as companhias que fazem parte de seus portfólios, construindo um relacionamento de confiança e de longo prazo, sendo desejável, inclusive, que esses mesmos investidores incentivem as companhias a adotar práticas de ESG, oferecendo produtos e serviços que as ajudem a introduzir esses princípios em sua gestão.

Dessa forma, os signatários do PRI se comprometem a incluir questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão, fazendo com que esse tema

³⁶ Parceria global entre o Programa Ambiental das Nações Unidas (UNEP) e o setor financeiro internacional.

³⁷ Acordo voluntário pelo qual empresas de todo o mundo se comprometem a garantir o respeito aos dez princípios relativos a Direitos Humanos, condições de trabalho, meio ambiente e transparência.

esteja em suas políticas, métodos e métricas de análises. Esse item também inclui a necessidade de solicitar, a seus fornecedores de serviços de investimentos (como analistas financeiros, consultorias, corretoras, firmas de pesquisa ou agências de *rating*), que integrem os fatores de ESG em suas pesquisas e análises, motivem pesquisas acadêmicas sobre o assunto e promovam o treinamento em ESG para seus profissionais.

Também se comprometem a ser acionistas ativos e incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de retenção de ativos, ponto que abrange o desenvolvimento e divulgação de política de acompanhamento e de participação ativa, abrangendo a proteção dos direitos de acionistas, de forma a defender a visão de longo prazo dos acionistas relacionada a fatores de ESG. Compreende, ainda, a atuação para engajar as empresas nas questões de ESG e participar de iniciativas de engajamento colaborativo.

O documento, além de incentivar a disseminação do assunto pelos investidores, também enfatiza o monitoramento das companhias pelos mesmos. Pede aos signatários que solicitem relatórios padronizados sobre as questões de ESG, como os Relatórios de Responsabilidade Socioambiental, elaborados pelo critério da *Global Reporting Initiative* (GRI)³⁸, além de solicitar que as questões relacionadas à ESG sejam integradas aos relatórios financeiros anuais. Devem, ainda, solicitar informações sobre adoção ou aderência às normas relevantes, padrões, códigos de condutas ou iniciativas internacionais (tais como o Pacto Global das Nações Unidas), e apoiar as iniciativas e decisões dos acionistas que promovam a divulgação de práticas de ESG.

Os investidores que aderirem ao PRI também se comprometem a fomentar o entendimento do tema pela sociedade, baseado em grande parte na disseminação do tema. Há recomendações que vão desde a participação em redes de relacionamento para compartilhar ferramentas e recursos até o apoio ao desenvolvimento de regulações ou de políticas que permitam introduzir tais Princípios, passando por divulgação de relatórios, informando como os fatores ESG estão integrados na decisão de investimento e como as práticas adotadas pelas companhias são monitoradas.

De acordo com o *website* da Instituição³⁹, o PRI conta com 890 signatários, divididos em 232 assets, 497 gestores de investimento e 161 parceiros profissionais, provenientes de 30 países. Esse grupo inclui 12 dos fundos estudados nesta pesquisa, sendo sete gestores de fundos de pensão do Brasil (Banesprev, Centrus, Funcef, Fundação CESP, Petros, Previ e

³⁸ Organização não-governamental, com sede na Holanda, que trabalha para disseminar critérios para a divulgação de informações sociais, econômico-financeiras e ambientais.

³⁹ www.unpri.org, acessado em 13/04/11.

Valia) e cinco *asset managers*, entidades que administram os fundos de previdência brasileiros aqui abordados (BB DTVM, Bradesco, Itaú, Santander Brasil e Sul América). O Chile e o México não possuem, como signatários, nenhum dos gestores aqui estudados.

Também é no Brasil que há uma iniciativa específica voltada aos gestores de fundos de pensão. Em 2003, a Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e o Instituto Ethos firmaram parceria para elaborar e publicar os “Princípios Básicos de Responsabilidade Social sob a Ótica dos Fundos de Pensão”. O documento recomenda 11 pontos a serem observados pelos gestores na análise das companhias, de forma a darem preferência às empresas que apresentarem tais práticas. Esses pontos abordam (i) práticas diferenciadas de governança corporativa; (ii) publicação de balanços sociais; (iii) inclusão social, com minorias em seus quadros de funcionários; (iv) não-utilização de mão-de-obra escrava ou infantil; (v) condições de igualdade de tratamentos (como salários e benefícios) entre os funcionários da companhia e os terceirizados; (vi) responsabilidade ambiental; (vii) programas de geração de renda para comunidades do entorno; (viii) programa consistente de investimentos sociais; (ix) ferramentas para a disseminação da ética e transparência; (x) inclusão de princípios de responsabilidade social nas políticas de investimento; e (xi) critérios tradicionais, normalmente utilizados pela indústria.

Essa nova abordagem mostra uma mudança na visão sobre análise de risco dos investimentos, conforme expôs Oliveira (2004)⁴⁰, ocasião em que afirmou que “a observância de critérios de responsabilidade social em seus investimentos possibilita, aos fundos de pensão, obter maior rentabilidade, associada a uma maior segurança”.

Isso significa, segundo Oliveira, que a visão tradicional de gestão, que preza somente pelos interesses dos participantes e não com outras questões, começa a dar lugar a um entendimento de que “a maximização da rentabilidade ponderada pela exposição ao risco é mais facilmente obtida quando os parâmetros da responsabilidade social são observados”.

Outras iniciativas parecem demonstrar o comprometimento dos investidores, como os fundos de pensão, com os aspectos socioeconômicos e ambientais. Além da já mencionada adesão ao PRI, há investidores que aderem ao Carbon Disclosure Project⁴¹, por exemplo.

⁴⁰ Em apresentação no IBGOVERNANÇA CORPORATIVA, intitulada “Responsabilidade Social e Governança Corporativa nos Fundos de Pensão”. Disponível em www.ibgovernanca.corporativa.org.br. Último acesso em 30 de abril de 2011.

⁴¹ O Carbon Disclosure Project (CDP) é uma iniciativa sem fins lucrativos e tem como objetivo criar um diálogo permanente entre investidores e empresas em torno das implicações sobre o valor das empresas e dos desafios apresentados pelas mudanças climáticas globais.

Para atender os investidores que começam a atentar a práticas nesse sentido e que procuram empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos, também se observa a criação de índices de bolsa específicos, também têm surgido para atender os investidores.

Na América Latina, temos como exemplo o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005 pela Bovespa, inspirado nos moldes do *Dow Jones Sustainability Indexes* (DJSI)⁴², da Bolsa de Nova York. O ISE reúne ações de até 40 companhias comprometidas com a responsabilidade social e com a sustentabilidade, escolhidas sob critérios que combinam liquidez e valor de mercado.

A seleção dos papéis obedece a uma metodologia desenvolvida pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da Faculdade Getúlio Vargas (CES-FGV). Nela, estabeleceu-se a escolha das que, além de participarem de 50% dos pregões dentro dos 12 meses de avaliação, mostrem maior número de negócios em Bolsa nesse período. Ao identificá-las, é enviado um questionário às companhias emissoras, a fim de avaliar a gestão de cada uma dentro do conceito *triple bottom line*, o tripé que soma elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros.

Nessa abordagem é questionado, por exemplo, se a empresa possui acordos globais e se publica balanços sociais, se o produto acarreta danos e riscos à saúde dos consumidores ou, ainda, se critérios de governança corporativa são adotados pelos gestores. São indagados os indicadores de políticas socioambientais, programas, metas e monitoramento e, após a análise dos dados, chega-se aos ativos que integrarão as carteiras. Essa metodologia é feita uma vez a cada ano, atualizando a composição da carteira do índice a cada 12 meses.

A carteira em vigor de 01 de janeiro de 2011 a 31 de dezembro de 2011 compreende 48 ações de 36 empresas, segundo informações da BM&FBovespa⁴³.

Desde que o ISE passou a vigorar, em novembro de 2005, até maio de 2011, acumulou variação de 112,19%, superior à performance do Ibovespa no período, que registrou oscilação de 102,46%, segundo dados da BM&FBovespa, demonstrados no gráfico 21.

⁴² Lançado em 1999, o DJSI foi o primeiro índice de sustentabilidade lançado no mundo.

⁴³ www.bmfbovespa.com.br, acessado em 04 de maio de 2011.

Gráfico 21 - Variação do ISE *versus* Ibovespa

Fonte: BM&FBovespa

4 INSTRUMENTOS DE AVALIAÇÃO

Para avaliar como as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias abertas são observadas e consideradas pelos gestores de fundos de previdência, a ponto de influenciarem as análises sobre as companhias e a decisão em investir nas ações por elas emitidas, usamos como instrumento de avaliação a coleta de dados por meio de questionário, eventualmente complementado por entrevistas. O questionário utilizado na abordagem dos gestores brasileiros está apresentado no Apêndice A desta dissertação, enquanto o material utilizado nas entrevistas dos gestores do Chile e do México, similar ao anterior, porém em espanhol, consta do Apêndice C deste trabalho.

Nas abordagens feitas aos gestores, tratamos de enumerar as práticas e condutas já reconhecidas pelo mercado como condizentes com os princípios de governança corporativa, termo conceituado como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle (IBGC, 2009).

Dentro de tal definição, as boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhadas aos princípios básicos, que são transparência, equidade, responsabilidade corporativa e prestação de contas.

A fim de mensurar se as práticas de gestão que observam tal preceito são valorizadas pelos gestores, o questionário aplicado compreendeu 37 questões, distribuídas em oito partes:

Parte 1 – Visão sobre a Governança Corporativa

Aborda a importância das práticas e o peso que exercem frente a outras variáveis, como a liquidez do papel.

Parte 2 – Conselho de Administração

Trata da composição do Conselho, políticas de avaliação e de remuneração de seus membros, existência de comitês de apoio e respectivas composições e políticas.

Parte 3 – Transparência

Tópico que se concentra no gerenciamento de riscos, monitoramento e controles internos de conduta, aplicáveis tanto aos executivos como ao público interno.

Parte 4 – Equidade

Perguntas relativas ao tratamento dispensado aos acionistas, abordando *tag along* (extensão, aos demais acionistas, dos direitos oferecidos ao majoritário no caso de alienação de controle da companhia), direitos das ações e exercício do voto por parte dos detentores de ações que preveem tal direito. Também é abordada a liquidez das ações e as cláusulas pétreas em estatutos, também denominadas *poison pills*, mecanismos que servem ao propósito de evitar uma tomada indesejada do poder de controle da companhia. Ou seja, previnem contra o aumento de participação de eventuais acionistas além do nível que os controladores consideram seguro.

Parte 5 – Prestação de Contas

Busca levantar os canais de comunicação que são utilizados, pelos analistas dos fundos de pensão, para informar-se sobre a companhia emissora.

Parte 6 – Responsabilidade Corporativa

Propõe-se a apurar a importância dada às práticas de responsabilidade corporativa por parte da companhia. Também apura se a forma com que o tema é tratado pela companhia é observado na análise do investimento. Caso seja, como as informações referentes a essas iniciativas são levantadas.

Parte 7 – Relacionamento com Stakeholders

Trata de averiguar a importância dada aos programas voltados aos diferentes públicos com que a companhia se relaciona, além das condutas adotadas pelas empresas.

Parte 8 – Meio ambiente

Busca levantar se passivos adquiridos por falhas na relação com o meio ambiente são considerados, assim como a forma com que a companhia conduz essas questões.

As questões referentes a cada uma dessas partes, bem como o racional por trás de cada formulação, estão apresentadas no Apêndice B desta dissertação.

As entrevistas foram realizadas entre 07 de março de 2011 e 29 de abril de 2011. O questionário foi utilizado na abordagem de 22 gestores de fundos de pensão e de previdência, assim distribuídos:

- Sete gestores de fundos de pensão no Brasil, que juntos somam R\$ 286.447,6 milhões de recursos sob gestão (56% da indústria, conforme dados de novembro de 2010 divulgados pela Abrapp), detalhados no quadro 16, na página 124;
- Seis gestores de fundos de previdência privada no Brasil, cuja soma de recursos sob gestão é de R\$ 122.525,5 milhões (55% da indústria, conforme dados de dezembro de 2010 publicados pela Fenaprevi), detalhados no quadro 16, na página 124;
- Nove *Administradoras de Fondos para el Retiro* (Afores) do México, que juntas somam 953.869,5 milhões de pesos de recursos sob gestão (68% da indústria, conforme dados de março de 2011 disponíveis na Consar), detalhados no quadro 18, na página 126.

No Chile, o questionário foi enviado aos gestores das seis *Administradoras de Fondos de Pensión* (AFPs) do Chile, que juntas somam US\$ 148,437,0 milhões de recursos sob gestão (toda a indústria, conforme dados de dezembro de 2010 disponíveis na *Superintendencia de Pensiones*), detalhados no quadro 17. Entretanto, sem obter a participação desses gestores, houve a tentativa de entrevistas por telefone, esforço que também não resultou na participação desses gestores. Dessa forma, para que fosse possível comparar, com os outros países, as práticas de governança corporativa que são observadas por esse grupo, em suas análises de investimento, foi feito um estudo das políticas de investimento das AFPs, disponíveis ao público em seus respectivos *websites*, em cumprimento de exigências regulatórias daquele país.

Quadro 16 - Brasil - Fundos de Pensão e de Previdência Privada

	Razão Social	Definição	Valor em Carteira (Em R\$ mil)
Brasil - Fundos de Pensão	Banesprev	Fundo Banespa de Seguridade Social. Criado em 28 de fevereiro de 1987, com o objetivo de complementar os benefícios de aposentadoria e pensão pagos pelo sistema oficial de previdência (INSS). Os participantes do fundo são os funcionários do Banco Santander S/A (sucessor do Banco do Estado de São Paulo) e empresas coligadas.	9.692.281
	Funcef	Fundação dos Econômiários Federais. Criada em 1977 com o objetivo de administrar o plano de previdência complementar dos empregados da Caixa Econômica Federal. Entidade fechada de previdência privada, sem fins lucrativos e com autonomia administrativa e financeira, conta atualmente com patrimônio ativo total superior a R\$ 34 bilhões e mais de 100 mil participantes.	40.070.559
	Funcesp	Fundação CESP (Companhia Energética de São Paulo). Atua há 40 anos como entidade de previdência fechada complementar para funcionários de companhias do setor elétrico, contabilizando atualmente mais de 120 mil clientes e cerca de R\$ 17 bilhões em patrimônio administrado.	17.969.945
	Itaúbanco	Entidade fechada de previdência privada constituída pelo Banco Itaú em 1960 e autorizada a funcionar pelo Ministério da Previdência e Assistência Social em 1979. Oferece planos de aposentadoria complementar a seus participantes, que são os funcionários do Banco Itaú e de outras empresas coligadas.	11.674.890
	Petros	Fundada em 1970 pela Petrobras, É mantida por empresas patrocinadoras (privadas, estatais ou de economia mista) e seus empregados, os participantes, e por Instituidores (associações, sindicatos ou conselhos de classe) e seus associados.	48.143.069
	Previ	Entidade fechada de previdência privada. Seus participantes são funcionários do Banco do Brasil e empregados do quadro próprio da Previ.	145.732.797
	Valia	Criada pela Vale em 1973, iniciando suas atividades em setembro do mesmo ano com 10.934 participantes. Hoje conta com 38 patrocinadores e mais de 86 mil participantes, entre ativos e assistidos. Tem como finalidade proporcionar segurança econômica e financeira aos seus participantes quando do afastamento do trabalho.	13.164.070
Brasil - Fundos de Previdência Privada	Brasilprev	Atua há 17 anos no segmento. Tem como acionistas o Banco do Brasil (49,99%) - maior instituição financeira do Brasil, Principal Financial Group - uma das maiores instituições financeiras dos Estados Unidos (46,01%) e Sebrae (4%).	37.195.251
	HSBC	Área de negócios voltada à previdência privada do HSBC Bank Brasil, que faz parte do Grupo HSBC, corporação internacional sediada em Londres e presente em 86 países e territórios.	7.479.237
	Icatu Vanguarda	Administradora de recursos do Grupo Icatu Seguros. Fechou 2010 com R\$ 5 bilhões em ativos, sendo R\$ 4 bilhões de recursos oriundos do grupo Icatu Seguros (fundos de previdência, seguros e capitalização) e R\$ 1 bilhão de recursos de terceiros.	4.041.021
	Itaú Vida e Previdência	Área de negócios voltada a previdência privada do Banco Itaú, maior privado do País.	51.595.573
	Santander Previdência	Segmento dedicado à previdência privada (pessoas físicas e jurídicas) do Banco Santander (Brasil) S/A, um dos bancos múltiplos líderes no Brasil e o maior banco controlado por um grande grupo financeiro global.	18.954.843
	Sul América	A SulAmérica Seguros e Previdência é um dos maiores conglomerados empresariais brasileiros, com 115 anos de história, atuando nos segmentos de seguros, previdência e investimentos. Com mais de 6,3 milhões de clientes, a SulAmérica está presente em todo território nacional, dividida em quatro unidades de negócios: Saúde; Automóveis e Ramos Elementares; Pessoas (Vida e Acidentes Pessoais) e Previdência Privada; e Gestão de Ativos. É associada ao Grupo ING, um dos mais importantes conglomerados financeiros do mundo, que atua em mais de 50 países e possui uma carteira de cerca de 60 milhões de clientes.	3.259.608

Fonte: Abrapp, Fenaprevi e websites das fundações e instituições financeiras Dados de dezembro de 2010.

Quadro 17 - Chile – Administradoras de Fondos de Pensi3n (AFPs)

Chile - AFPs	Raz3o Social	Defini3o	Valor em Carteira (US\$ milh3es)
	Capital	Operando no pa3s desde 1981, 3 uma empresa do ING Group desde 2000, ap3s aquisi3o, por parte do ING, da Aetna Inc., opera3o que incluiu todos os ativos que a Aetna possu3a no Chile, dentre os quais estavam 96,56% das a33es da AFP Capital S.A.	33.085,90
	Cuprum	Criada em 1981, com a reforma do sistema de previd3ncia. Nesses 30 anos de atua3o tem se caracterizado por oferecer uma completa assessoria previdenci3ria, o que se traduziu na AFP com maior participa3o de participantes de alta renda e com o maior valor m3dio em contas de dep3sitos volunt3rios.	29.689,90
	Habitat	Atuando desde 1981, conta com 27 sucursais e 16 centros de servi3o no territ3rio chileno.	37.203,10
	Modelo	Operando desde julho de 2010, a Modelo iniciou suas opera33es ap3s licita3o para servi3os de administra3o de contas de capitaliza3o individual, ocorrida em fevereiro daquele ano.	33,8
	Planvital	Fundada em 1981. Nesses anos de opera3o, adquiriu outras duas AFPs: AFP Invierta, em 1993, e AFP Concordia, em 1996.	4.287,30
	Provida	Fundada em 1981, 3 a administradora de Fondos de Pens3es l3der no Chile. Nesses anos de trajet3ria, adquiriu outras AFPs, como Protecci3n e Uni3n. Desde 1999 pertence ao Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).	44.137,00

Fonte: Superintendencia de Pensiones e websites das AFPs Dados de dezembro de 2010.

Quadro 18 - México – Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores)

México - Afores	Razão Social	Definição	Valor em Carteira (Em milhões de pesos)
	Afirme Bajío	Administradora de contas individuais, presente em todo o território mexicano.	7.210,3
	Azteca	Administradora de contas individuais criada em 2003. Pertence ao Grupo Salinas, um dos maiores conglomerados do país, que reúne empresas dos setores financeiro, elétrico, mídia, entre outros.	11.130,5
	Banamex	Pertence ao Grupo Financiero Banamex, resultado da venda do Grupo Financiero Banamex-Accival ao Grupo Financiero Citigroup em agosto de 2001.	232.889,0
	Banorte Generali	Resultado da união, em 1997, do Grupo Financiero Banorte, um dos maiores bancos privados do México, com o Grupo Generali, da Itália, para atuação no segmento de previdência e seguros.	85.614,5
	BBVA Bancomer	Dedicada exclusivamente a administrar contas individuais, formadas por contribuições sob o conceito de aposentadoria, desemprego, velhice e voluntárias. Seus acionistas são o Bancomer (75% do capital), BBVA (17,5%) e Provida (7,5%).	209.346,7
	Coppel	Administradora de contas individuais, presente em todo o território mexicano	37.280,9
	ING	Uma das maiores administradoras do México. Possui mais de 10 anos de experiência na administração de fundos de pensão. Presente em todo o território mexicano, conta com mais e 50 postos de serviços.	188.187,2
	Metlife	Possui como acionistas a MetLife México (99% do capital), que é a empresa líder em seu segmento, e a MetLife Pensiones México (1% do capital). Ambas as companhias pertencem ao grupo norte-americano MetLife.	34.095,3
	Profuturo	Administradora de contas individuais, presente em todo o território mexicano	148.115,2

Fonte: Consar e websites das Afores. Dados de março de 2011.

4.1 Efeitos das Práticas de Governança Corporativa sobre a decisão de investimento

A forma com que a governança corporativa influencia a decisão de investimento dos gestores brasileiros (dos fundos de pensão e de previdência privada), dos mexicanos (das Afores) e dos chilenos (das AFPs) será abordada, a seguir, com base nas respostas dadas ao questionário e na análise das políticas de investimento, utilizadas pelas AFPs, no Chile.

Parte 1 – Visão sobre a Governança Corporativa

As boas práticas de governança corporativa, adotadas pelas companhias abertas, são consideradas na análise de investimento da maior parte dos entrevistados. Segundo as

respostas ao questionário, essas práticas possuem muita importância quando comparadas a questões financeiras (e.g. resultados alcançados pelas companhias e potencial de crescimento dos negócios), conforme gráfico 22. Em relação à liquidez dos ativos emitidos pelas companhias, a importância dada às boas práticas de governança é similar (gráfico 24).

Nenhum dos entrevistados considera que as boas práticas sejam dispensáveis em países que começam a ser analisados. Ao contrário. Tanto no México como no Brasil, os gestores consideram que essas práticas sejam indispensáveis tanto nos países que começam a ser analisados, como nas companhias deles procedentes. Entretanto, no México, 11% dos gestores consideram que analisar as práticas de governança corporativa é dispensável em companhias já conhecidas (gráfico 23).

No Chile, ao analisar as políticas de investimento dos fundos de pensão, apenas a AFP Capital específica, dentro do capítulo “Critérios para investimento”, que as aplicações em renda variável observarão a análise fundamentalista, com atenção à solidez financeira das companhias e ao cenário futuro. Também são consideradas as obrigações financeiras e/ou outras ameaças e oportunidades de curto e médio prazos.

Gráfico 22 - Governança corporativa *versus* questões financeiras (em %)

Gráfico 23 - Papel da Governança corporativa na decisão de investimento (em %)

Gráfico 24 - Governança corporativa *versus* liquidez (em %)

Parte 2 – Conselho de Administração

O principal aspecto valorizado pelos gestores dos fundos, na composição dos conselhos de administração, é o fato de o presidente do Conselho não acumular a função de diretor-presidente, principalmente pelos fundos brasileiros. Outro tema bastante considerado é a composição por maioria de membros independentes, conforme gráfico 25, sobretudo pelas Afores. Entretanto, na outra ponta, é relevante o número de gestores mexicanos que afirma que a composição do Conselho de Administração não afeta a decisão de investimento, assim

como não são consideradas práticas como a avaliação de conselheiros e a divulgação da remuneração dos executivos.

A avaliação dos membros dos conselhos não é um tema relevante para os gestores mexicanos, conforme gráfico 26. Para os brasileiros, é preferível a avaliação do conselho como grupo, em detrimento da individual.

Gráfico 25 - Composição do Conselho de Administração (em %, múltipla escolha)

Gráfico 26 - Avaliação dos membros do CA (em %, múltipla escolha)

Outro tema abordado, o da remuneração dos membros do Conselho, apresentou visões antagônicas entre Brasil e México. No Brasil, 86% dos fundos de pensão consideram relevante a informação sobre a remuneração total do conselho, enquanto no México 56% consideram desnecessária a divulgação das informações (gráfico 27).

Gráfico 27 - Divulgação da Remuneração do Conselho de Administração (em %, múltipla escolha)

Quanto aos comitês de suporte ao Conselho de Administração, sua existência é considerada importante para os gestores dos países estudados (Gráfico 28), ganhando maior destaque os comitês de Auditoria que, no Brasil, são valorizados por 71% dos fundos de pensão e por 67% dos fundos de previdência (Gráfico 29). Também é dada preferência à composição por maioria de membros independentes (Gráfico 30).

Menos da metade dos gestores entrevistados valoriza a instalação de Conselhos Fiscais, conforme gráfico 29. Além disso, não são consideradas as indicações de membros por minoritários e nem o fato do Conselho Fiscal exercer papel de Comitê de Auditoria.

Esse tema não figura nas políticas de investimento dos fundos de pensão chilenos.

Gráfico 28 - Comitês de suporte ao Conselho de Administração (em %, múltipla escolha)

Gráfico 29 - Comitês de apoio considerados nas análises (em %, múltipla escolha)

Gráfico 30 - Composição dos comitês de Auditoria e/ou Remuneração (em %, múltipla escolha)

Parte 3 – Transparência

Sistemas de monitoramento são considerados necessários pela totalidade dos entrevistados no Brasil, que indicaram que a forma com que as empresas gerenciam seus riscos interfere, sim, na decisão de investimentos. No México, apenas 22% dos entrevistados não acompanham o entendimento expressado pela maioria (Gráfico 31).

Já em relação à existência de políticas formais de gerenciamento de riscos aprovadas pelos conselhos de administração, os mexicanos superam os brasileiros, com a sinalização positiva de 78% dos entrevistados. No Brasil, o ponto mais valorizado são os comitês formais

de gerenciamento de riscos, indicados por 71% dos fundos de pensão e 50% dos fundos de previdência (Gráfico 32).

Gráfico 31 - Sistemas de monitoramento (em %, múltipla escolha)

Gráfico 32 - Gerenciamento de Riscos pela Cia (em %, múltipla escolha)

Os principais controles considerados nas análises, conforme sinalizaram os gestores, são os riscos de mercado, financeiros / com derivativos, seguidos de operacionais e reputacionais e de imagem. No Brasil, entretanto, também é atribuída importância aos riscos socioambientais, conforme se observa no gráfico 33.

Quanto aos controles internos, a principal ferramenta considerada é a existência de auditoria interna, com reporte aos Conselhos de Administração ou Comitês de Auditoria (Gráfico 34).

Gráfico 33 - Sistemas de monitoramento (em %, múltipla escolha)

Gráfico 34 - Controles internos (em %, múltipla escolha)

A totalidade das Afores e dos fundos de pensão brasileiros indicou que a companhia deve possuir regras claras e formais para as transações com partes relacionadas (Gráfico 35).

Gráfico 35 - Regras ou políticas formais sobre transações com partes relacionadas (em %, múltipla escolha)

Quanto à política de negociação, os gestores brasileiros valorizam principalmente a divulgação de políticas de negociação de ações aplicável aos administradores, enquanto os mexicanos priorizam as que tratam de transações feitas pela Tesouraria das companhias (Gráfico 36).

Gráfico 36 - Política de negociação (em %, múltipla escolha)

Com relação à ética e conduta, são majoritariamente consideradas na análise a adoção de códigos de ética e conduta disseminados na organização, seguidos de canais de denúncias e políticas de treinamento (Gráfico 37).

No caso chileno, os controles de risco são abordados, com ênfase, em todas as políticas de investimento. Nas seis AFPs, os riscos observados são similares. Apesar das

variações, podem ser divididos como crédito (contraparte e intermediários); mercado (acionário, juros e cambial); liquidez; compliance e regulatório; e operacionais (recursos humanos, processos, sistemas de informação e controle, eventos externos e subcontratação de serviços).

Gráfico 37 - Ética e conduta (em %, múltipla escolha)

Parte 4 – Equidade

O direito de voto não é um tema priorizado pelos gestores mexicanos, que em sua maioria assinalou indiferença ao tema. Já no Brasil, tanto os fundos de pensão, como os de previdência, valorizam tal direito, conforme se observa no gráfico 38.

Gráfico 38 - Somente ações com voto (em %, múltipla escolha)

Outro tema tratado por indiferença pelos mexicanos são os sistemas eletrônicos de procuração de voto, abordagem contrária à feita pelos gestores brasileiros (Gráfico 39), entendimento que também se aplica à divulgação de manuais de assembleia (Gráfico 40).

Gráfico 39 - Sistema eletrônico de procuração para assembleias gerais (em %, múltipla escolha)

Gráfico 40 - Divulgação de manual de assembleias (em %, múltipla escolha)

Um tema que ganha unanimidade no Brasil é o pagamento de *tag along* (Gráfico 41), enquanto no México não é um assunto observado por mais da metade dos entrevistados.

Na linha da unanimidade também estão os índices de liquidez, cuja participação das ações das companhias nessas carteiras é valorizada por todos os gestores de fundos de pensão e de previdência do Brasil. No México, 22% dos entrevistados indicaram ser pouco importante (Gráfico 42).

Um aspecto que ainda não é largamente contemplado nas análises são as *poison pills*. Dos fundos de pensão brasileiros entrevistados, 43% não consideram o tema, enquanto 33% dos gestores de previdência também não o incluem nas análises. Já no México, esse número se eleva para 67% (Gráfico 43).

No Chile, esses temas não constam das políticas de investimento.

Gráfico 41 - Pagamento de *tag along* (em %, múltipla escolha)

Gráfico 42 - Participação em índices de liquidez (em %, múltipla escolha)

Gráfico 43 - *Poison Pills* (em %, múltipla escolha)

Parte 5 – Prestação de Contas

Dentre as informações normalmente divulgadas ao mercado, pelas companhias abertas, as mais utilizadas pelos gestores são as de caráter obrigatório, como demonstrações financeiras (anuais e trimestrais), fatos relevantes e comunicados ao mercado, conforme se pode verificar no gráfico 44. Informações não obrigatórias, como os relatórios anuais, são amplamente utilizadas pelos gestores brasileiros, mas não são verificados nem pela metade dos mexicanos.

Dentre os fundos de pensão chilenos, apenas a AFP Modelo específica, dentro de seus critérios para investimento em ações de companhias, que consideram a opinião de analistas de mercado, bem como a visão macroeconômica do setor, a liquidez dos ativos e a participação que possuem na carteira da própria AFP e de todo o sistema de pensões.

Gráfico 44 - Documentos consultados na análise (em %, múltipla escolha)

Quanto às mídias utilizadas para acompanhar informações a respeito das companhias (Gráfico 45), as consultas aos *websites* de relações com investidores são amplamente utilizadas pelos gestores brasileiros, enquanto as consultas aos *websites* institucionais são preferidas pelos mexicanos. Outras ferramentas, como redes sociais, *blogs* e *microblogs* (como o Twitter), têm uma utilização pouco expressiva.

Gráfico 45 - Mídias consultadas na análise (em %, múltipla escolha)

O acesso dos investidores aos executivos das companhias investidas se dá, sobretudo, nos encontros individuais, de acordo com as respostas dadas pelos gestores, expressas no gráfico 46. No Brasil, também são valorizadas as reuniões públicas com acionistas e as teleconferências de resultados trimestrais.

Gráfico 46 - Eventos corporativos de que participa (em %, múltipla escolha)

Parte 6 – Responsabilidade Corporativa

A participação das ações das companhias nas carteiras de índices de sustentabilidade, como o ISE, do Brasil, é amplamente levado em conta pelos gestores dos fundos de pensão brasileiros. Desses, 86% indicaram ser importante, seguidos pelas Afores (67%) e pelos fundos de previdência privada, do Brasil (50%), conforme gráfico 47.

Gráfico 47 - Participação em índices de sustentabilidade

A maior parte dos gestores, de acordo com as respostas dadas ao questionário, também analisam e monitoram as iniciativas das companhias em relação à sustentabilidade (Gráfico 48). Para isso, utilizam como principal fonte de informação os relatórios de sustentabilidade, seguidos pelos *websites* das companhias e balanços sociais (Gráfico 49).

Gráfico 48 - Iniciativas relacionadas à sustentabilidade influenciam na decisão do investimento?

Gráfico 49 - Materiais consultados (em %, múltipla escolha)

*Relatórios de agências de *rating*

Os fundos brasileiros também valorizam a existência de uma estrutura organizacional dedicada ao tema (área, departamento, diretoria, comitê ou conselho, por exemplo), porém sem ter, necessariamente, reporte ao conselho de administração. Os mexicanos que consideram esse ponto, por sua vez, são minoria, conforme gráfico 50.

Gráfico 50 - Importância de estrutura dedicada ao tema

Um dos aspectos relacionados à responsabilidade corporativa é o tratamento que as companhias dispensam à mão-de-obra. De acordo com as respostas dadas ao questionário, o principal ponto é a utilização de mão-de-obra infantil e trabalho compulsório, considerada pela totalidade dos fundos de pensão brasileiros e por 67% dos gestores de fundos de

previdência. Já dentre os mexicanos, 44% dos entrevistados afirmam que esse tema não influencia a tomada de decisão de investimento, conforme gráfico 51.

Gráfico 51 - Iniciativas relacionadas à mão-de-obra, que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)

Parte 7 – Relacionamento com *Stakeholders*

Já o relacionamento das companhias com seus *stakeholders* (partes interessadas) é um tema com abordagem similar entre brasileiros e mexicanos, com números semelhantes entre os que assumem que a existência de canais de comunicação com esses públicos influencia na decisão de investimento (Gráfico 52). Entretanto, ao abordar um perfil desse público – as comunidades -, 67% dos gestores mexicanos afirmam que o assunto não influencia em sua tomada de decisão (Gráfico 53).

Gráfico 52 - Canais de comunicação com *stakeholders* influenciam na análise? (em %, múltipla escolha)

Gráfico 53 - Iniciativas de relacionamento da companhia com comunidades que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)

Em relação a fornecedores, esse número sobre para 78% (Gráfico 54). Já entre os brasileiros, projetos sociais e ambientais, voltados às comunidades, são os mais apreciados pelos fundos de pensão. Em relação a fornecedores, são bem vistas as iniciativas de incluir critérios socioambientais nas escolhas dos mesmos e a disseminação de boas práticas.

Gráfico 54 - Iniciativas de relacionamento da companhia com fornecedores que influenciam na análise (em %, múltipla escolha)

Parte 8 – Meio Ambiente

Critérios ambientais são amplamente utilizados nas análises dos investimentos pelos gestores brasileiros. Todos os fundos de previdência e de pensão consideram as multas por crimes ambientais. Certificações, por sua vez, é um tema também observado por todos os fundos de pensão. Já dentre os mexicanos, 56% afirmam não ser influenciados por multas ambientais, e 67% por certificações ambientais, conforme gráficos 55 e 56.

Gráfico 55 - Influência de multas por crimes ambientais na análise da cia

Gráfico 56 - Influência de certificações ambientais na análise da cia

Ao detalhar as práticas ambientais comumente adotadas pelas companhias (Gráfico 57), verificamos uma forte adesão dos fundos de pensão brasileiros ao monitoramento de impactos ambientais, seguido por prevenção e atendimento de acidentes e não-utilização de recursos naturais explorados de forma ilegal. Já dentre os fundos de previdência, há uma maior preocupação com o descarte de resíduos, ainda que 17% deles apontem as iniciativas ambientais não influenciarem a tomada de decisão. As Afores, por sua vez, não atentam para iniciativas relacionadas à mudança climática.

Gráfico 57 - Iniciativas ambientais que influenciam na análise da cia

4.2 Análise Empírica

Os resultados alcançados com a entrevista aos gestores e com a análise das políticas de investimento indicam que os gestores dos fundos de pensão dos países estudados atribuem grande valor às boas práticas de governança corporativa que são adotadas pelas companhias abertas.

Em relação à visão geral sobre governança, as boas práticas são mais importantes que os resultados financeiros para 71% dos entrevistados, enquanto para outros 24% ambos os critérios possuem a mesma importância. Tais números são superiores aos apresentados em 2002, pela consultoria norte-americana McKinsey & Company, no estudo *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*.

A publicação fez a mesma pergunta a investidores institucionais, dividindo os resultados por regiões geográficas (Europa Oriental e África; América Latina; Ásia; América do Norte; Europa Oriental). Na América Latina, 66% dos investidores institucionais entrevistados afirmaram que ambos os aspectos possuíam a mesma importância, enquanto outros 18% atribuíam à governança um papel mais importante que o desempenhado pelos indicadores financeiros, em suas análises de investimento. Apenas 16% conferiam menor importância ao tema.

Na época, o estudo concluiu que a governança corporativa havia se transformado em ponto de grande atenção por parte de investidores institucionais, ocupando o centro das decisões de investimento.

Esse entendimento se reforça na pesquisa aqui apresentada, ao identificar que 85% dos entrevistados afirmaram que a governança corporativa é um critério indispensável em companhias que começam a ser analisadas. Para os brasileiros, esse entendimento é unânime. Em termos de governança frente à liquidez dos ativos emitidos pelas companhias, 57% atribuem uma importância maior às boas práticas, e 37%, a mesma importância.

Tais resultados, assim como os mencionados acima, superam o verificado na pesquisa da McKinsey, de 2002, quando 63% dos entrevistados, em termos globais, classificaram a governança como critério de prevenção contra riscos corporativos.

Em relação ao Conselho de Administração, pode ser verificada, com as respostas dadas pelos gestores ao questionário, que há atenção a esse tema durante a análise das companhias, principalmente sobre a composição desses conselhos (apesar de 18% dos entrevistados indicarem que esse fator não interferia na decisão do investimento, média que é puxada pelos mexicanos, com 22% deles optando por essa resposta).

Nota-se a preferência, por parte dos gestores brasileiros, por estruturas que privilegiem a não-acumulação de funções. Ou seja, em que o presidente do conselho de administração não exerça simultaneamente a diretoria executiva das companhias. A preocupação com essa prática acompanha os recentes avanços na normatização. Ainda que fosse uma condição há anos recomendada pelo Código de boas práticas do IBGC, esse requisito passou a ser normatizado pela BM&FBovespa em 2010, de forma a ser uma regra a ser respeitada pelas companhias listadas nos segmentos diferenciados (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1).

Há também uma certa preocupação por maioria formada por membros independentes, porém menor à observada dentre os gestores mexicanos. Isso também reforça a resistência, no Brasil, ao aumento da participação de independentes nos conselhos. Na revisão das regras do Novo Mercado, em 2010, tentou-se aumentar o percentual desses membros no grupo, elevando a participação de 20% para 25% do total. Porém, foi recusada pelo mercado, e a formatação anterior foi mantida. O fato de não ser o principal ponto destacado pelos brasileiros, portanto, retrata o mesmo entendimento dos participantes do mercado naquela ocasião.

No Chile, esse critério não consta das políticas de investimento das AFPs, talvez pelo fato de, diferente dos outros países – em que a participação de independentes é recomendada

em código de boas práticas ou em normas de autorregulação – a participação de membros independentes nos conselhos ser uma exigência legal.

Com a reforma da lei de sociedades anônimas, em 2009, passou a ser obrigatória a eleição de um diretor independente em todas as sociedades em que a capitalização bursátil alcance 1.500.000 UF⁴⁴ e que pelo menos 12,5% das ações emitidas com direito a voto pertençam a acionistas que individualmente controlem ou possuam menos que 10% de tais ações.

Além dessa exigência, o conceito de independência ganhou outra definição. Antes era entendido como os membros que, ao subtrair os votos proferidos pelos controladores, possuíam votos suficientes para assumir a função. Com a reforma da lei, para ser considerado um membro independente é necessário que a pessoa não tenha tido, nos últimos 18 meses, vínculo, interesse ou dependência econômica, profissional, creditícia ou comercial, de natureza ou volume relevante, com a sociedade, as outras sociedades do grupo do qual ela faz parte, seu controlador ou os executivos principais, ou tenham sido diretores, gerentes, administradores, executivos principais ou assessores.

Outra necessidade é a de não ter parentesco de 2º grau ou afinidade com membros do mandato anterior, nem ter sido executivo de instituições sem fins lucrativos que tenham recebido contribuições da companhia. Também não deve ter sido acionista ou sócio, com mais de 10% do capital, dos principais concorrentes, fornecedores ou clientes da sociedade.

Os comitês de apoio ao conselho são estruturas que também figuram nos códigos de boas práticas. Ao serem tratados nas entrevistas feitas, verificou-se que são valorizados por 65% dos gestores. Porém, não são considerados para a análise por 18% dos entrevistados. Há uma preferência por comitês que tratem de temas ligados a auditoria e riscos, além dos conselhos fiscais. Entretanto, apenas 37% dos entrevistados dão importância para o fato de esses comitês serem formados por maioria de membros independentes.

No Chile, por sua vez, esse tema é tratado na lei. Com a reforma de 2009, foi estabelecido que os comitês de suporte devem ser formados por três membros, sendo sua maioria de independentes. Também passou a determinar que suas principais funções seriam (i) examinar as informações financeiras; (ii) propor ao Conselho de Administração os auditores externos e as classificadoras de risco; (iii) examinar os sistemas de remuneração e compensação dos executivos; (iv) examinar as transações entre partes relacionadas e

⁴⁴ Em valores de 30 de maio de 2011 (em que a UF estava cotada em 21.807,73 pesos, ou US\$ 46,67), o valor bursátil seria de cerca US\$ 70 milhões).

apresentar informes e (v) realizar outras funções estabelecidas nos estatutos das companhias ou as determinadas pelo conselho ou assembleia de acionistas.

Dentro das questões relacionadas à transparência, houve unanimidade, por parte dos gestores brasileiros, quanto à necessidade de existir, nas companhias, sistemas de monitoramento. No México, essa também foi a visão predominante entre os gestores, já que apenas 22% indicaram que as existências desses sistemas não influencia a análise. Entretanto, ao especificarmos esses sistemas como gerenciamento de riscos, todos afirmaram que o assunto interfere na decisão, e a maioria (62%) indicou a necessidade de as companhias possuírem políticas formais de gerenciamento de riscos aprovadas pelo conselho de administração, enquanto 51% afirmaram observar a importância de comitês formais dentro das estruturas organizacionais destinados, exclusivamente, ao controle do gerenciamento de riscos.

Os principais controles considerados nas análises, conforme sinalizaram os gestores, são os riscos de mercado (95%), financeiros / com derivativos (85%), seguidos de operacionais (73%), reputacionais e de imagem (60%), regulatórios (56%), socioambientais (47%) e setoriais específicos (22%). Ao isolar os gestores brasileiros, percebe-se uma grande importância atribuída aos riscos socioambientais, indicado como prioridade por 71% dos fundos de pensão e por 50% dos fundos de previdência privada.

Conforme já mencionado anteriormente, os controles de risco são um item prioritário nas políticas de investimento dos fundos de pensão chilenos. Essas publicações ganham um capítulo específico em tais documentos, formato que cumpre a determinação regulatória local. Ainda que os controles mencionados nesses documentos sejam similares, ao verificar as publicações de cada uma das seis AFPs, esses controles podem ser divididos como crédito (contraparte e intermediários); mercado (acionário, juros e cambial); liquidez; compliance e regulatório; e operacionais (recursos humanos, processos, sistemas de informação e controle, eventos externos e subcontratação de serviços).

Outro ponto abordado em “Transparência” foram os controles internos, função realizada por auditorias internas. Na visão dos entrevistados, há uma preferência pelo formato de auditorias independentes que não prestem outros serviços à companhia, conduta recomendada pelos códigos de boas práticas de governança corporativa. Esse item foi assinalado por 57% dos entrevistados. Como a questão era de múltipla escolha, também havia outra opção em linha com as boas práticas, que é o fato de as auditorias se reportarem aos conselhos de administração ou aos comitês de auditoria. Entretanto, foi indicada por apenas 51% dos gestores.

Um ponto, dentro de transparência, que ganhou destaque foram as transações com partes relacionadas. No Brasil, todos os gestores indicaram que a companhia deve possuir regras ou políticas claras e formais para esse tema, enquanto apenas 17% dos mexicanos afirmaram ser uma questão indiferente. No Chile, por sua vez, esse tema foi uma das prioridades tratadas com a reforma da lei em 2000, ao lado de “prêmios por controle”.

No primeiro caso, ainda que existissem regras no sentido de obrigar conselheiros e executivos a atuar em prol do melhor interesse da companhia, não havia uma regulação específica voltada a determinar procedimentos para realizar essas transações, que prevísse inabilidades e que tratasse de conflitos de interesse. Dessa forma, a principal mudança foi no sentido de fortalecer as regras dos conselhos de administração em transações com partes relacionadas. Ainda que essas práticas não estejam detalhadas nas políticas de investimento das AFPs, é um tema que deve ser respeitado pelas companhias, de acordo com a legislação vigente.

A lei passou a imputar maiores responsabilidades ao Conselho de Administração da companhia. Se as transações abrangem valores elevados, o Conselho de Administração deve se pronunciar, no sentido de explicar se o valor deve ser ajustado, ou não, a preços de mercado. No caso de não ser possível determinar tal condição, o Conselho de Administração – com a abstenção do membro que tiver interesse na transação – poderá aprovar ou recusar a proposta ou, ainda, contratar dois avaliadores independentes.

Ao delegar maiores responsabilidades a esses administradores, a lei diminui os incentivos para utilizar tal mecanismo, fazendo com que as transações entre partes relacionadas se resolvam de forma transparente e sem prejuízo aos acionistas minoritários. Nesse sentido, também determina que os informes dos avaliadores devem ser colocados à disposição dos acionistas e do Conselho de Administração, dentro do prazo de 20 dias úteis. Os acionistas que representarem 5% do capital, no mínimo, poderão convocar uma assembleia extraordinária para que nela seja discutida a transação, com o acordo dos outros 2/3 dos acionistas.

Ainda dentro de transparência, o questionário abordou as políticas de negociação de ativos pelos administradores das companhias e as práticas relacionadas à ética e conduta. Quanto ao primeiro assunto, 71% afirmaram que a companhia deve divulgar uma política de negociação de ações aplicável aos seus administradores. No segundo caso, 83% indicaram apreciar que códigos de ética e conduta sejam disseminados nas organizações. Em relação aos fundos chilenos, esses temas não estão abordados em suas políticas de investimento.

Os acionistas de companhias possuem, como principal direito, o voto (quando detentores de ações com essa característica), condição que pressupõe amplo e justo acesso às informações, conforme orientam os códigos de boas práticas de governança corporativa. Dessa forma, o tratamento equitativo a todos os acionistas detentores de uma mesma classe de ações é um dos pilares da governança.

Conforme abordado ao longo desta dissertação, as legislações dos países permitem que as companhias emitam mais de uma classe de ações, com direitos que se diferem. No Brasil, por exemplo, as ações no mercado são classificadas como ordinárias e preferenciais. As primeiras asseguram o direito ao voto, na proporção uma ação = um voto. Já as preferenciais substituem os votos por maior remuneração, 10% superior à conferida às preferenciais.

No entanto, as boas práticas remetem à importância de o capital social das empresas ser constituído apenas por ações ordinárias. Nesse sentido, o Novo Mercado da BM&F Bovespa – que é o ambiente de listagem mais rigoroso quanto às regras de governança – só admite companhias que emitam ações ordinárias.

Esse princípio parece estar se solidificando no Brasil, pelo menos é o que indicam as respostas dadas pelos gestores. Dentre os fundos de pensão, 71% afirmam que as companhias devem ter apenas ações com direito a voto, enquanto 50% dos fundos de previdência privada dizem valorizar tal característica. No México, no entanto, a visão difere substancialmente. Nenhum dos entrevistados indicou essa preferência. Ao contrário. Do total, 78% se diz indiferente, enquanto 22% afirmam não ser necessário.

Esse assunto também não figura nas políticas de investimento dos fundos chilenos. Contudo, ainda que, com a reforma da lei, em 2000, passou a ser permitido que as companhias lançassem novas classes de ações, no mercado de capitais chileno predominam empresas em que suas ações oferecem o direito de voto, na proporção 1:1.

As facilidades para o exercício do direito de voto são mais apreciadas pelos gestores brasileiros que pelos mexicanos. Afinal, pelo fato de os mexicanos investirem em renda variável de maneira indireta, não são os fundos de pensão que, efetivamente, desempenham esse papel. Por isso, 78% dos entrevistados se posicionam como indiferentes à adoção de sistema eletrônico para outorga de procuração de voto em assembleia de acionistas.

No Brasil, a visão dos gestores se mostrou bem diferente. Dentre os fundos de pensão, 86% afirmaram preferir esses sistemas, enquanto 83% dos fundos de previdência compartilham dessa visão.

Os gestores também foram abordados em relação à publicação, pelas companhias abertas, de manuais de assembleias detalhados, com modelos de procuração (e procuradores

previamente designados para a representação do acionista). Dentre os brasileiros, 71% dos fundos de pensão priorizam essa prática, assim como 83% dos fundos de previdência.

Ambas as rotinas relacionadas às assembleias foram recentemente regulamentadas no Brasil, com a publicação da Instrução 480 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2009. Essa mudança nas regras explica a importância dada por tais práticas pelos gestores brasileiros, quando comparados aos mexicanos ou aos chilenos, que também não trazem esse tema em suas políticas de investimento.

Outro tema tratado pela regulamentação brasileira é o *tag along* (extensão, aos demais acionistas, dos direitos oferecidos ao majoritário no caso de alienação de controle da companhia). Com a reforma da Lei das S/A, em 2001, os ordinaristas passam a receber, no caso de venda ou troca de controle da companhia, uma oferta de 80% do valor pago aos antigos majoritários pelo novo controlador. Para os preferencialistas, o *tag along* não é obrigatório. Como contrapartida, as empresas têm de lhes oferecer a vantagem do dividendo, que deverá ser 10% superior ao valor pago às ações ON.

O assunto também é tratado pelas regras dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, documento que estabelece 100% aos ordinaristas e 80% aos preferencialistas.

Apesar dessa regulamentação, 14% dos fundos de pensão e 17% dos de previdência afirmaram ser indiferente o pagamento de *tag along* para a decisão de investimento. No caso do México, em que não há regulamentação nesse sentido, 78% dizem ser indiferentes.

No Chile, ainda que esse tema não seja tratado nas políticas de investimento das AFPs, a reforma da lei também abordou a questão, tratada como prêmios por controle. Até então, era normal que os controladores vendessem suas participações nas sociedades com um grande prêmio pelo controle, sem estender as mesmas condições aos demais acionistas. Com a promulgação da lei, foram estabelecidas linhas centrais para os processos de troca de controle, criando-se um mecanismo obrigatório de oferta pública de ações (OPA).

Pelas respostas dadas pelos gestores, a liquidez dos ativos se revelou como um critério importante para a decisão de investimento. Todos os gestores brasileiros afirmaram ser importante que as ações estejam em carteiras de índices relacionados à liquidez, enquanto 56% dos mexicanos sinalizaram opinião contrária. No Chile, ainda que o tema não seja expressamente tratado nas políticas de investimento, é um item abordado, sem maiores detalhes, dentre os critérios de escolha dos ativos.

Um dos temas tratados pela revisão das regras dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, em 2010, foram as *poison pills*. Passou a ser vedado, às

companhias listadas nesses ambientes, o estabelecimento da obrigação de realizar oferta pública de ações no caso de atingimento de determinada participação acionária. Apesar dessa recente alteração e da polêmica que envolveu o assunto na época, o tema não é considerado na análise de investimento de 43% dos gestores de fundos de pensão e por 33% dos fundos de previdência privada. No México, esse percentual se eleva para 67% e, no Chile, não é abordado nas políticas de investimento dos fundos.

Quanto ao material consultado pelos gestores para a análise das companhias, verifica-se que os documentos de divulgação obrigatória, ou seja, determinados pelas respectivas regulações, são os mais utilizados. Também não há maior ênfase em práticas que vão além das exigidas pela regulação, o que reforça o comentário já realizado.

O mesmo se aplica a eventos voltados a esse público, promovidos com o intuito de promover a acessibilidade ao corpo administrativo das empresas, um dos pilares da governança corporativa⁴⁵. Há forte adesão ao acompanhamento das apresentações de resultados e eventuais reuniões públicas, além de encontros particulares com os executivos da empresa.

Chama a atenção, contudo, a baixa adesão às pesquisas por meio de redes sociais ou *microblogs*, ferramentas em forte expansão atualmente⁴⁶. Segundo as respostas dadas pelos gestores, há preferência pelos canais oficiais de divulgação das companhias, como os *websites* institucionais e as páginas de relações com investidores.

Entretanto, especificamente sobre as divulgações feitas pelas companhias, a exceção é a ampla consulta a relatórios anuais por parte de gestores brasileiros. De acordo com as respostas dadas ao questionário, todos os fundos de pensão e de previdência o consultam. Como, no Brasil, esses documentos têm sido publicados no formato de relatórios de sustentabilidade, essa prática possivelmente reforça a preocupação crescente desses investidores com temas relacionados a práticas de responsabilidade corporativa e socioambientais, por parte das empresas.

Tais assuntos, também abordados no questionário, tiveram adesão mínima dos gestores mexicanos e nula, por parte dos chilenos, já que esses temas não constam de suas políticas de investimento. Esse fato não surpreende ao verificar, como abordado nessa pesquisa, que não há, em nenhum desses países, nenhuma iniciativa para promover essas

⁴⁵ De acordo com definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

⁴⁶ Estudo da consultoria britânica ComScore, publicado em abril de 2011, indica um crescimento de 15%, em 2010, na população de internautas, totalizando 111 milhões de usuários. Desses, afirma o levantamento, 88% usavam redes sociais, contra uma média mundial de 70%. Disponível em www.comscore.com. Último acesso em 02 de maio de 2011.

práticas, e nem há adesão desses investidores a ações promovidas por instituições multilaterais, como os Princípios para o Investimento Responsável (PRI), da Organização das Nações Unidas, tratado na página 116.

No Brasil, contudo, há uma forte preocupação com assuntos relacionados a essas questões, como a utilização de mão-de-obra infantil e trabalho compulsório (item assinalado pela totalidade dos fundos de pensão) e monitoramento de impactos ambientais, também indicado por esses investidores. Essa visão se confirma ao verificar a adesão desses investidores a iniciativas que buscam disseminar essas práticas entre as companhias, conforme abordado na página 118.

Também há preocupação, por parte dos fundos de previdência privada, por esses assuntos. Porém, não supera a expectativa dos fundos de pensão brasileiros. A explicação para essa conduta, possivelmente, seja o esforço da autorregulação desses fundos⁴⁷ para que esses temas passem a ser considerados nas estratégias de investimento. Considerar tais práticas estaria em linha com a visão de longo prazo que esses investidores possuem sobre os ativos em que investem.

⁴⁷ Liderada pela Abrapp, conforme comentado na página 118.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desta pesquisa foi mensurar como as boas práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias abertas são interpretadas pelos gestores de fundos de pensão e previdência do Brasil, do Chile e do México, e se essas práticas são por eles utilizadas como critérios para a escolha de seus investimentos.

A abordagem desse tema foi motivada pelas recentes mudanças observadas na regulação dos fundos de pensão latino-americanos, nos últimos anos, instituindo maior flexibilização na composição dos portfólios, passando a permitir que os fundos de pensão apliquem em outras alternativas de investimento, principalmente em títulos de renda variável (ações de companhias abertas e outros produtos lastreados nesses ativos).

Essa nova realidade se difere da verificada desde as reformas dos sistemas de pensão dos países latino-americanos, ocorridas principalmente na década de 90, transformando os modelos de repartição simples em capitalização individual. O arcabouço regulatório sempre foi marcado por forte restrição à diversificação dos investimentos, dando grande aos ativos de renda fixa, principalmente os emitidos por governos. Tal formato se mostrou bem sucedido até pouco tempo, período combinou o convívio das economias latinas com altas taxas de juros, e o início do formato de capitalização nos sistemas de pensão, fazendo com que as contribuições superassem os resgates.

Entretanto, frente à estabilização econômica da região verificada em anos recentes, que provocou queda nas taxas básicas de juros, e ao risco de tal movimento se refletir em menor remuneração dos títulos de dívida, a regulação abriu, aos fundos, a possibilidade de destinarem os recursos que administram a novos ativos.

Essas mudanças, no entanto, acontecem no momento em que a governança corporativa se destaca no debate sobre o desenvolvimento dos mercados de capitais latino-americanos, que são considerados pouco desenvolvidos, com baixos volumes de negociação e de liquidez, quando comparados aos de outros países.

Uma das causas desse fraco desenvolvimento seriam os frágeis mecanismos de governança corporativa, conforme afirmam vários estudos. Boas práticas nesse sentido, ao serem adotadas pelas companhias abertas, poderiam contribuir como instrumentos para a valorização das empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento de seus respectivos mercados de capitais.

Nesse contexto, os fundos de pensão e de previdência ocupam um papel relevante para o desenvolvimento dos mercados de capitais locais. No Chile, por exemplo, os ativos sob gestão dos fundos de pensão equivaliam, no final de 2010, a 73,1% do PIB do País daquele ano, a maior relação verificada entre os países aqui estudados, já que, no Brasil, essa proporção foi de 14,9%, e no México, de 10,8%.

Ao aumentar a exposição de suas carteiras aos ativos de renda variável, esses investidores assumem o papel de principal investidor local em suas respectivas bolsas, participação que tende a ser crescente, à medida que a parcela do investimento em ações ocupar maior espaço dentro de seus portfólios.

Nesse sentido, este trabalho foi dividido em três partes. Na primeira, foi feita uma revisão sobre a teoria da governança corporativa, sua relação com o desenvolvimento do mercado de capitais e um breve histórico da evolução do tema no Brasil, no Chile e no México. Na segunda seção, foi abordado como os investidores institucionais (universo que inclui os fundos de pensão e previdência) podem influenciar a disseminação de boas práticas de governança corporativa entre as companhias. Finalmente, na última seção, foram trabalhados e apresentados os dados coletados na análise empírica.

Na primeira seção, foi dada ênfase à relação entre os padrões de acumulação e de distribuição de capital e a governança corporativa. Enquanto nos Estados Unidos predomina o chamado capitalismo dos acionistas (*shareholder capitalism*), em que grande parte do financiamento das empresas advém de um mercado de capitais com imenso volume de investidores dispersos, na América Latina predomina o capitalismo familiar (*family capitalism*), caracterizado pelo aporte de recursos, pelos investidores, em capital de companhias cujo controle é concentrado e detido por algumas poucas famílias. Dessa forma, enquanto nos Estados Unidos a governança é utilizada como um forma de administrar os conflitos entre a administração da companhia e seus proprietários, nos países da região se transforma em uma ferramenta para alinhar os interesses dos diferentes acionistas, de forma a evitar potenciais prejuízos aos minoritários, perdas que poderiam decorrer de práticas abusivas por parte dos controladores por meio de operações com partes relacionadas, auto-contratação de serviços e uso de informação privilegiada, por exemplo.

A estrutura da propriedade das companhias da região, marcada pela forte presença dos controladores, também se reflete no baixo desenvolvimento dos mercados locais, pelo fato de ser pequena a parcela de capital aplicado em bolsa, comprometendo a liquidez desses ativos e, finalmente, dos próprios mercados. Além disso, os controladores também exercem grande influência na gestão das companhias, sendo determinantes, por exemplo, na eleição dos

conselhos de administração, que seria o principal órgão de governança (pelo fato de reunir os diferentes perfis de acionistas e supervisionar a gestão).

O tema passou a ser abordado, nos países da América Latina, principalmente pelas entidades de autorregulação, movimento que materializou o compromisso do setor privado em fomentar a estabilidade dos mercados financeiros por meio do fortalecimento das melhores práticas corporativas.

Essas iniciativas, com vistas a sinalizar aos investidores os avanços no tema, compreenderam requisitos diferenciados para listagem em Bolsa e a elaboração de códigos de boas práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, a BM&FBovespa foi a única bolsa de valores da região a exigir, em 2000, práticas de governança corporativa aos emissores, fazendo do Brasil o pioneiro nessa questão. O país também figura entre os exemplos latino-americanos de códigos de boas práticas, ao lado do México. Nestes dois casos, foi o setor privado, de forma independente aos reguladores, que criaram normativos que passaram a ser referência em ambos os mercados, chegando a influenciar, posteriormente, a reforma da legislação societária desses países.

O Chile, por sua vez, percorreu o caminho inverso de Brasil e México. Enquanto os dois países tiveram, na autorregulação, as primeiras iniciativas para fomentar a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, o Chile optou por instituir tais práticas na lei. Com isso, fez com que a adoção de tais princípios se tornasse obrigatório e não espontâneo, como nos outros casos. Na seção 2 desta dissertação, foi abordado como os investidores institucionais (universo que inclui os fundos de pensão e previdência) podem influenciar a disseminação de boas práticas de governança corporativa entre as companhias.

O maior incentivo para a adoção de boas práticas de governança corporativa está no fato de as companhias necessitarem de recursos externos, a preços competitivos, para financiar suas operações. Se os fornecedores desses recursos incluírem, em suas análises, os requisitos de boas práticas de governança corporativa, acabarão por influenciar as companhias no sentido de cumprirem algumas condições básicas.

Nesse sentido, os investidores institucionais (como os fundos de pensão) teriam um papel crucial a ser desempenhado. Esses investidores podem ser grandes fomentadores do aprimoramento das práticas de governança pelas empresas, caso incluam melhores práticas de governança como requisitos para destinar seus recursos aos ativos emitidos por essas empresas. Por outro lado, podem ser grandes obstáculos ao aprimoramento das práticas de governança e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais local, caso concedam recursos sem exigir melhores práticas de governança.

A importância dada, pelos fundos de pensão, às boas práticas de governança corporativa, pode ser observada nas posições ativistas frente a casos concretos de expropriação de valor da companhia, em que operações societárias se refletiram em perda para os acionistas minoritários. Iniciativas nesse sentido têm sido observadas no Chile e no Brasil, por meio do agrupamento de investidores institucionais, a fim de fazerem valer seus direitos como acionistas.

Por meio da pesquisa realizada nesta dissertação foi possível verificar que, de fato, os investidores passaram a utilizar critérios de governança corporativa em suas análises de investimento. O indício mais forte, nesse sentido, é o fato de 71% dos entrevistados afirmarem que as boas práticas de governança corporativa são mais importantes que os resultados financeiros, enquanto outros 24% entendem que ambos os critérios possuem a mesma importância. Outro ponto que reforça essa visão é o fato de 85% dos gestores abordados afirmarem que a governança corporativa é um critério indispensável em companhias que começam a ser analisadas, além de 57% entenderem que as boas práticas possuem uma importância maior do que a liquidez dos ativos emitidos pelas companhias.

Ao detalhar essas práticas, contudo, verifica-se que há uma forte relação entre os pontos valorizados e as exigências regulatórias. Práticas que vão além da legislação vigente em cada um dos países são menos reconhecidas, pelos investidores, que aquelas obrigatórias por lei ou recomendadas pela autorregulação. A exceção seria a importância dada a práticas relacionadas à sustentabilidade, por parte de investidores brasileiros.

Com os resultados obtidos nessa pesquisa, pode-se afirmar que a governança corporativa é apenas um de muitos fatores que afetam o desenvolvimento dos mercados de capitais. Entretanto, dada a atual visão dos investidores, verificada por meio de questionário, entrevistas e pesquisa das políticas de investimento, pode-se afirmar que a punição das companhias que não estão em linha com as melhores práticas de governança corporativa é, hoje, maior que a atribuída em um passado não tão distante.

REFERÊNCIAS

- BBVA. Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno. *Pension Trends*. Economic Research Department. 2009. Disponível em: <http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/090223_Gobiernocorporativoyafp_tcm346-190272.pdf?ts=1062011>. Acesso em: 1 fev. 2011.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. *Corporate Governance and Control*. 2002. (National Bureau of Economic Research, 9371). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9371>>. Acesso em: 15 jul. 2009.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.
- BM&F Bovespa. *Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 15 fev. 2011.
- BRAMBILA, H. V. *Gobernanza Corporativa: el caso de México*. Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina. [México]: Cepal en coedición con Mayol Ediciones, 2009.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Lei das Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 15 jul. 2009.
- CARMO, L. U. Instrumento para fortalecer o retorno dos acionistas. *Revista Bovespa*, jul./set. 2006. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/99/Tendencias01.shtml>> Acesso em: 12 abr. 2011.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CLARKE, A. *Buenos Gobiernos corporativos para los negocios*. El caso de Chile. Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina. [Chile]: Cepal en coedición con Mayol Ediciones, 2009.

COSTA, R. T. da. Conselho de Administração - recomendações práticas para seu melhor funcionamento. 2a. ed. Banco Sul América, 1997. p. 17.

CRISÓSTOMO, V. L.; VALLELADO GONZÁLEZ, E. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 139-155, jan./abr. 2006.

DENIS, D. K. Twenty-Five Years of Corporate Governance Research... and Counting. *Review of Financial Economics*, v. 10, p. 191-212, 2001.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. XXVI, jun. 1983.

FAMILIAR CALDERÓN, J. *Gobierno corporativo en México, evolución, avances y retos* Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, 2003. Informe sobre a Segunda Reunião do Forum Regional sobre o setor financeiro, em Washington DC, em 14 de novembro de 2003. Disponível em: <www.iadb.org>. Acesso em: 10 abr. 2011.

FERREIRO, A. La regulación de las buenas prácticas ge gobierno corporativo em mercados de capitales emergentes. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL “PERSPECTIVES EN LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES, 2006, Santiago de Chile. *Seminário...* Santiago de Chile: FIAP, 2006.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance*, v. 13, n. 2, p. 4-22, Fall/Winter. 2003.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. A survey on shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, v. 2, n. 3, p. 10-34, Autumn.1998.

GLEASER, E.; JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. Coase Versus the Coasians. *Quarterly Journal of Economics*, v. 108, n. 3, p. 853-899, 2001.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: a survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, p. 7-26, Apr. 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 1a ed. IBGC, 1999. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2a ed. IBGC, 2001. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3a ed. IBGC, 2004. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jun. 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4a ed. São Paulo, SP: IBGC, 2009. Acesso em: 04 mai. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Pesquisa sobre Governança Corporativa*. IBGC, 2001. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jun. 2010.

INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION. Organisation for Economic Co-operation and Development. Global Corporate Governance Forum. *Guia Prática de Governança Corporativa: experiências do Círculo de Empresas da Mesa-Redonda Latino-americana*, 2009. Disponível em <[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG_Guide_Full_Portuguese/\\$FILE/Guide_Portuguese.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/CG_Guide_Full_Portuguese/$FILE/Guide_Portuguese.pdf)>. Acesso em: 14 jun. e 2011.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, v. 48, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KING, R.; LEVINE, R. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, v. 108, n. 3, p. 717-738, Aug. 1993.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Investor protection and Corporate Governance*. John F. Kennedy School of Government. Harvard: Harvard University, John F. Kennedy School of Government, 2001. (Working Papers Series, rwp01-017).

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor Protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, v. 88, n. 3, p. 537-558, Jun. 1998.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. Corporate governance. Oxford: Blackwell, 2004.

OLIVEIRA, R. M. *A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras*. 2005. Dissertação (Mestrado) - Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. El libro blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina. 2004a. Disponível em: <www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>. Acesso em: 3 jan. 2011.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. 2004b. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2011.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. International Finance Corporation. *White Paper on Strengthening the Role of Institutional Investors in Latin American Corporate Governance*. Relatório sobre a Mesa-redonda sobre governança corporativa na América Latina. Santiago do Chile, 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/31/46200302.pdf>>. Acesso em: 14 dez. 2010.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, USP, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large Shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, v. 94, n. 3, Part 1, p. 461-488, Jun. 1986.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997.

SILVEIRA, A. M. *Governança Corporativa e Estrutura de propriedade*: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004.

TORRES, F. J. V. *Influência das Práticas de Governança Corporativa no Retorno Excessivo dos Fundos de Pensão Brasileiros*. 2008. Disponível em: <www.ibge.org.br>. Acesso em: 16 ago. 2010.

A governança corporativa na estratégia de investimento dos fundos de pensão e de previdência privada

Parte 1 – Visão sobre a Governança Corporativa

- 1) Na avaliação de companhias, que importância é dada às boas práticas de governança corporativa quando comparadas com questões financeiras, resultados alcançados e potencial de crescimento?
☐ Pouca importância
☐ Mesma importância
☐ Muita importância
- 2) Como a governança corporativa afeta sua decisão de investimento? (múltipla escolha)
☐ Dispensável em **companhias** já conhecidas
☐ Indispensável em **companhias** que começam a ser analisadas
☐ Dispensável em **países** em que investe
☐ Indispensável em **países** que começam a ser analisados
- 3) Na avaliação da companhia, que importância é dada à adoção de boas práticas de governança corporativa por essas empresas em relação à liquidez dos ativos por elas emitidos?
☐ Pouca importância
☐ Mesma importância
☐ Muita importância

Parte 2 – Conselho de Administração

- 4) Quanto à composição do Conselho de Administração, que aspectos são valorizados na análise da Companhia: (múltipla escolha)
☐ Maioria dos membros independente
☐ Presidência ocupada por um conselheiro independente
☐ Presidente do Conselho não acumular a função de diretor-executivo
☐ A composição do Conselho de Administração não afeta a decisão de investimento
- 5) Quanto à avaliação dos membros do Conselho de Administração:
☐ O **grupo** deve ser avaliado formalmente de maneira periódica
☐ Os **membros** devem ser avaliados **individualmente**
☐ A avaliação dos conselheiros não é considerada na análise da Companhia
- 6) Quanto à Remuneração dos membros do Conselho de Administração, a Companhia:
☐ Deve divulgar a remuneração total do Conselho
☐ Deve divulgar a proporção entre a remuneração fixa e variável dos membros do CA
☐ Não é necessária a divulgação da remuneração dos executivos

- 7) Quanto aos Comitês de suporte ao Conselho de Administração:
- ☐ A existência de comitês é relevante na análise da Cia.
 - ☐ Deve haver comitês, mas as informações sobre a atuação desses comitês não são utilizadas na análise da Cia.
 - ☐ A existência de comitês de suporte ao CA não é considerada na análise da Cia.
- 8) No caso de serem relevantes, indicar que comitês são considerados na análise:
- ☐ Conselho Fiscal
 - ☐ Comitê de Auditoria
 - ☐ Comitê de Remuneração
 - ☐ Comitê de Riscos
 - ☐ Comitê de Sustentabilidade
 - ☐ Nenhum dos anteriores
 - ☐ Outros: _____
- 9) Na hipótese de escolha do Comitê de Auditoria e/ou de Remuneração, a composição considerada ideal na análise da Companhia seria:
- ☐ Membros que compõem o Conselho de Administração
 - ☐ Maioria de membros independentes
 - ☐ Coordenado por um conselheiro independente
- 10) Na hipótese de escolha do Conselho Fiscal, que características são apreciadas na análise:
- ☐ A Companhia deve ter o Conselho Fiscal instalado
 - ☐ A Companhia em que o Conselho Fiscal exerce o papel de auditoria
 - ☐ Parte dos membros deve ser indicada pelos acionistas minoritários
 - ☐ Indicação pelos minoritários não é considerada na avaliação

Parte 3 – Transparência

- 11) Quanto ao gerenciamento de riscos, a Companhia:
- ☐ Deve possuir uma política formal de gerenciamento de riscos aprovada pelo CA
 - ☐ Deve possuir um comitê formal dentro de sua estrutura organizacional destinado ao controle do gerenciamento dos riscos
 - ☐ Gerenciamento de riscos não interfere na decisão de investimento
- 12) A existência de sistemas de monitoramento é considerada na análise?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
- 13) Na hipótese de serem considerados, assinalar os controles considerados na análise:
- ☐ Riscos de Mercado
 - ☐ Riscos Financeiros / com Derivativos
 - ☐ Riscos Operacionais
 - ☐ Riscos Socioambientais
 - ☐ Riscos Regulatórios
 - ☐ Riscos Reputacionais e de Imagem
 - ☐ Riscos Setoriais Específicos (Favor especificar) _____

- 14) Quanto a controles internos, a Companhia:
- ☐ Deve ter auditoria interna
 - ☐ Deve ter auditoria interna se reportando ao Conselho de Administração ou ao Comitê de Auditoria
 - ☐ Deve ter auditoria independente, e a firma não pode prestar outros serviços à Cia
 - ☐ Deve ter auditoria independente, e a firma pode prestar outros serviços além dos relacionados à auditoria externa
- 15) A Companhia deve possuir regras ou políticas claras e formais para as transações com partes relacionadas?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
 - ☐ Indiferente
- 16) Quanto à política de negociação, a Companhia:
- ☐ Deve divulgar uma política de negociação de ações aplicável aos seus administradores
 - ☐ Deve ter política de negociação de suas ações pela Tesouraria
 - ☐ Esse tema não é avaliado
- 17) Com relação à ética e à conduta, são consideradas na análise a adoção de:
- ☐ Códigos de ética e conduta disseminados na organização
 - ☐ Estruturas na organização responsáveis pela gestão
 - ☐ Canais formais para recebimento de denúncia em relação a violações éticas
 - ☐ Políticas de treinamento em relação a esta questão
 - ☐ Políticas de premiação para incentivo de boas condutas éticas
 - ☐ Esse tema não é considerado na análise

Parte 4 – Equidade

- 18) A companhia deve possuir somente ações com direito a voto?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
 - ☐ Indiferente
- 19) A companhia deve adotar sistema eletrônico para outorga de procuração de voto em assembleia de acionistas?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
 - ☐ Indiferente
- 20) A Companhia deve divulgar um manual de assembleia detalhado, com um modelo de procuração de voto (e procuradores previamente designados para a representação do acionista)?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
 - ☐ Indiferente

- 21) É considerado, na análise da companhia, o pagamento de *tag along* em eventual alienação de controle?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
- 22) A participação do ativo em índices relacionados à liquidez é:
- ☐ Pouco importante
 - ☐ Muito importante
 - ☐ Indiferente
- 23) Em relação às *poison pills*, a Companhia:
- ☐ Deve adotar *poison pill* em seu estatuto
 - ☐ Deve adotar *poison pill* com cláusula pétrea
 - ☐ Não deve adotar *poison pills*
 - ☐ Esse tema não é considerado na análise

Parte 5 – Prestação de Contas

- 24) Que documentos são consultados para a tomada de decisão de investimento?
- ☐ Estatuto Social
 - ☐ Política de Dividendos
 - ☐ Acordo de Acionistas
 - ☐ Informações Financeiras obrigatórias
 - ☐ Fatos Relevantes
 - ☐ Comunicados ao Mercado
 - ☐ Calendário de Eventos Corporativos
 - ☐ *Fact Sheet*
 - ☐ Relatórios de analistas
 - ☐ Release de resultados trimestrais
 - ☐ Apresentações em *Power point* dos resultados trimestrais
 - ☐ Relatório Anual
- 25) Quais das mídias abaixo são ferramentas de pesquisa para a tomada de decisão de investimento em companhias abertas?
- ☐ Leitura de blogs
 - ☐ Microblogs (*Twitter*)
 - ☐ Redes Sociais (*Facebook*)
 - ☐ *Website* institucional da Companhia
 - ☐ *Website* de RI
- 26) Para ter contato com os administradores da Companhia, de que eventos participa:
- ☐ Teleconferência de Resultados
 - ☐ Reuniões públicas com acionistas
 - ☐ Encontros *one on one*
 - ☐ Não participa de encontros com os administradores das Companhias

Parte 6 – Responsabilidade Corporativa

- 27) A participação em índices de sustentabilidade (como o ISE, FTSE ou DowJones) é levado em conta na análise da companhia para investimento?
- ☐ Sim
☐ Não
- 28) Informações sobre iniciativas relacionadas à sustentabilidade são analisadas e/ou monitoradas?
- ☐ Sim
☐ Não
- 29) Se sim, quais os materiais consultados para obter essas informações:
- ☐ Balanço Social
☐ Relatório de Sustentabilidade
☐ Website da Companhia
☐ Outros: _____
- 30) É importante, para a decisão de investimento, que a Companhia possua uma estrutura organizacional (área, departamento, diretoria, comitê, conselho, etc.) dedicada às questões socioambientais?
- ☐ Sim
☐ Sim, e essa estrutura deve se reportar ao Conselho de Administração
☐ Não
- 31) Sobre mão-de-obra, quais dessas iniciativas adotadas pela companhia são consideradas durante sua análise:
- ☐ A existência de programa de valorização da diversidade
☐ Existência de programas nas áreas de saúde, segurança e condições de trabalho
☐ Funcionários terceirizados recebem tratamento semelhante (salários, benefícios, etc.) àquele recebido pelos empregados da empresa?
☐ Não utilizar mão-de-obra infantil e trabalho compulsório
☐ Além de não utilizar mão-de-obra infantil e trabalho compulsório, possuir regras e outros procedimentos para garantir que não essa conduta não exista em suas operações diretas.
☐ Exigir declaração aos fornecedores sobre a não-utilização de mão-de-obra infantil e trabalho compulsório
☐ Além de exigir a declaração, se a empresas possui mecanismos para verificar essas questões nos fornecedores contratados.
☐ Esse tema não é abordado na análise

Parte 7 – Relacionamento com Stakeholders

- 32) O fato de a empresa ter canais específicos de comunicação com suas partes relacionadas (funcionários, fornecedores, comunidade, ONGs, universidades, mídia e acionistas minoritários) influencia a decisão de investimento?
- ☐ Sim
☐ Não

- 33) Em relação ao relacionamento da Companhia com a comunidade, que fatores influenciam sua decisão de investimento?
- ☐ Programas de diálogo e desenvolvimento das comunidades do entorno
 - ☐ Programas de geração de renda, emprego e capacitação ao trabalho em comunidades carentes
 - ☐ Apoio à melhoria da qualidade da educação pública
 - ☐ Programa de redução do analfabetismo
 - ☐ Incentivo ao voluntariado entre seus colaboradores
 - ☐ Projetos sociais
 - ☐ Projetos ambientais
 - ☐ Esse tema não interfere na decisão de investimento
- 34) Sobre o relacionamento da Companhia com fornecedores, são considerados na análise:
- ☐ Existência de critérios socioambientais para escolha de seus fornecedores
 - ☐ Programas desenvolvidos pela Empresa, voltados a promover a adoção, pelos fornecedores, de iniciativas socioambientais
 - ☐ O fato de a Companhia não realizar nenhuma ação nesse sentido
 - ☐ Esse tema não interfere na decisão de investimento

Parte 8 – Meio ambiente

- 35) Multas por crimes ambientais (nos últimos dois anos) influenciam a tomada de decisão do investimento?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
- 36) Certificações ambientais influenciam a tomada de decisão do investimento?
- ☐ Sim
 - ☐ Não

Exemplos: ISO 14001, FSC e outras.

- 37) Quais dessas iniciativas são consideradas na análise da Companhia:
- ☐ Ter políticas e práticas em relação à ecoeficiência
 - ☐ Produção mais limpa
 - ☐ Descarte adequado de resíduos da produção
 - ☐ Programas de reciclagem
 - ☐ Iniciativas de combate às mudanças climáticas
 - ☐ Monitoramento dos impactos ambientais mais significativos
 - ☐ Ações e iniciativas de prevenção e atendimento a acidentes ambientais
 - ☐ Políticas de não-utilização de materiais e insumos provenientes da exploração ilegal de recursos naturais
 - ☐ Iniciativas periódicas de educação ambiental para seu público interno
 - ☐ Esse tema não é considerado na análise da Companhia

A governança corporativa na estratégia de investimento dos fundos de pensão e de previdência privada

Parte 1 – Visão sobre a Governança Corporativa

1) *Na avaliação de companhias, que importância é dada às boas práticas de governança corporativa quando comparadas com questões financeiras, resultados alcançados e potencial de crescimento?*

- () Pouca importância
- () Mesma importância
- () Muita importância

Racional: Obter ganhos é o objetivo final de todo e qualquer investidor. Entretanto, essa meta da remuneração se submete a outras duas variáveis, que são o tempo em que o retorno é esperado e o risco ao qual o investidor pode se expor. Esse entendimento, amplamente explorado pelos livros de educação financeira, é aqui utilizado para mensurar como a governança corporativa se insere nessa concepção, uma vez que os ganhos oferecidos pelas boas práticas de governança corporativa nem sempre são tangíveis, e seus possíveis reflexos, de acordo com diversos autores, só são percebidos ao longo do tempo. Portanto, a governança corporativa pode ser um requisito dispensável em objetivos de curto prazo, como também pode ser decisivo em estratégias opostas, de longo prazo.

2) *Como a governança corporativa afeta sua decisão de investimento? (múltipla escolha)*

- () Dispensável em **companhias** já conhecidas
- () Indispensável em **companhias** que começam a ser analisadas
- () Dispensável em **países** em que investe
- () Indispensável em **países** que começam a ser analisados

Racional: Entender em que momento os gestores consideram a governança corporativa em suas análises, ponderando o ponto de vista macroeconômico (em relação ao país) ou microeconômico (em relação à companhia).

3) *Na avaliação da companhia, que importância é dada à adoção de boas práticas de governança corporativa por essas empresas em relação à liquidez dos ativos por elas emitidos?*

- () Pouca importância
- () Mesma importância
- () Muita importância

Racional: O objetivo dessa pergunta é complementar ao da questão n.1. Dentro do senso comum, a liquidez é um fator preponderante na escolha de qualquer investimento, característica que permite monetizar a aposta feita em determinado título. Entretanto, boas práticas de governança corporativa, pelas companhias abertas, nem sempre são sinônimo de liquidez para os títulos que emitem. Não há nenhum estudo que mostre a relação entre essas duas variáveis.

Parte 2 – Conselho de Administração

- 4) *Quanto à composição do Conselho de Administração, que aspectos são valorizados na análise da Companhia: (múltipla escolha)*
- () *Maioria dos membros independente*
 - () *Presidência ocupada por um conselheiro independente*
 - () *Presidente do Conselho não acumular a função de diretor-executivo*
 - () *A composição do Conselho de Administração não afeta a decisão de investimento*

Racional: O Conselho de Administração é o principal componente da governança corporativa, conforme sintetiza o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)⁴⁸. É nessa instância da companhia que são decididos os rumos dos negócios, conforme o melhor interesse da organização. O papel do Conselho, continua o IBGC, é ser o elo entre a propriedade e a gestão, orientando e supervisionando a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles.

Essa importância que o órgão desempenha dentro de uma companhia faz com que sua composição seja abordada tanto na regulação societária dos países aqui estudados⁴⁹ como em códigos de governança, como o CMPC do México, além do IBGC. Esses dois documentos, assim como as regras do Novo Mercado da BM&FBovespa⁵⁰, recomendam que pessoas distintas ocupem os cargos de diretor-executivo e presidente do Conselho de Administração. O argumento é no sentido de que uma das funções primordiais do conselho é supervisionar a alta gestão da companhia. As atribuições do presidente do Conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Por isso, o acúmulo das duas funções pode diminuir a independência e a capacidade de supervisão do órgão.

Praticamente todos os códigos de governança também ressaltam a importância de membros independentes⁵¹ dentro do conselho de administração. Essa recomendação reflete o senso comum de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros externos profissionais podem ser monitores eficazes. Segundo os códigos de governança, um conselho de administração dominado por controladores ou executivos pode atuar como um mecanismo de defesa dos interesses dos majoritários ou dos gestores. Esse entendimento é fortalecido por Fama e Jensen (1983), que argumentam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Contudo, Silveira (2004) alerta que a alta proporção de conselheiros externos não significa necessariamente maior independência do conselho. Segundo o autor, nos conselhos das companhias abertas brasileiras, a maioria dos membros externos é composta por conselheiros indicados pelo acionista controlador para representar seus interesses, e não por conselheiros profissionais.

- 5) *Quanto à avaliação dos membros do Conselho de Administração:*
- () *O **grupo** deve ser avaliado formalmente de maneira periódica*
 - () *Os **membros** devem ser avaliados **individualmente***
 - () *A avaliação dos conselheiros não é considerada na análise da Companhia*

⁴⁸ Em seu Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, 4ª Edição, 2009.

⁴⁹ Decreto-Ley 3.500, no Chile; Ley de Mercado de Valores, no México, e Lei das S/A (6.404), no Brasil.

⁵⁰ Segmento diferenciado de listagem, já abordado na página 48.

⁵¹ Em linhas gerais, o conceito se refere aos membros que não possuem nenhum vínculo com a companhia (familiar, empregatício ou como prestador de serviços, por exemplo).

Racional: A avaliação de desempenho do conselho de administração é uma prática recomendável, porém ainda pouco disseminada. Essa recomendação, dentro dos países aqui estudados, é encontrada apenas no Brasil, no Código de Boas Práticas publicado pelo IBGC. Segundo o documento, uma avaliação do desempenho do Conselho e de cada um dos conselheiros, respaldada por processos formais, com escopo de atuação dos membros e qualificação bem definidos, deve ser feita anualmente. A condução dessa avaliação, sugere o documento, deve ser de responsabilidade do presidente do Conselho, e é recomendada a participação de especialistas externos pode contribuir para a objetividade do processo.

Em relação à avaliação individual, as boas práticas sugerem que a performance em aspectos como frequência, assiduidade e envolvimento/participação nas reuniões (incluindo nível de dispersão durante a reunião, motivado por atividades não-relacionadas) – seja fundamental para a indicação e reeleição dos conselheiros. O código do IBGC recomenda, ainda, que o processo e os resultados da avaliação sejam divulgados aos sócios como item específico no relatório da Administração.

- 6) *Quanto à Remuneração dos membros do Conselho de Administração, a Companhia:*
- ☐ Deve divulgar a remuneração total do Conselho
 - ☐ Deve divulgar a proporção entre a remuneração fixa e variável dos membros do CA
 - ☐ Não é necessária a divulgação da remuneração dos executivos

Racional: A forma de remuneração dos executivos é considerada um dos principais mecanismos internos de governança corporativa. As legislações dos países aqui estudados não obriga as empresas a divulgar o montante e a forma de remuneração individual dos executivos. No Brasil, entretanto, regra publicada pela CVM em 2010 sob o n. 480 tornou obrigatória a política de remuneração que recai sobre o conselho de administração e diretoria executiva. Essa mudança vai além do previsto na Lei das S/A (6404/76), que exige apenas que a empresa indique o valor global pago em suas demonstrações financeiras anuais.

A divulgação das políticas de remuneração também é uma recomendação presente nos códigos de governança, como o do IBGC e CMPC. Mas, no Brasil, com a regra da CVM, a companhia também deve divulgar a remuneração mínima, média e máxima paga, individualmente, aos membros de cada uma das instâncias (conselho de administração e diretoria executiva).

- 7) *Quanto aos Comitês de suporte ao Conselho de Administração:*
- ☐ A existência de comitês é relevante na análise da Cia.
 - ☐ Deve haver comitês, mas as informações sobre a atuação desses comitês não são utilizadas na análise da Cia.
 - ☐ A existência de comitês de suporte ao CA não é considerada na análise da Cia.
- 8) *No caso de serem relevantes, indicar que comitês são considerados na análise:*
- ☐ Conselho Fiscal
 - ☐ Comitê de Auditoria
 - ☐ Comitê de Remuneração
 - ☐ Comitê de Riscos
 - ☐ Comitê de Sustentabilidade
 - ☐ Nenhum dos anteriores
 - ☐ Outros: _____

Racional (questões 7 e 8): Comitês, como define o IBGC, são órgãos acessórios ao Conselho de Administração. Sua existência não implica a delegação de responsabilidades que competem ao Conselho de Administração como um todo. Várias atividades do Conselho de Administração, que demandam um tempo que nem sempre está disponível nas reuniões –, podem ser previamente analisadas com mais profundidade por comitês específicos, como os de Auditoria, Recursos Humanos, Governança, Finanças, Sustentabilidade, entre outros.

No México, o CMPC também recomenda que, com o propósito de tomar decisões mais analisadas e estudadas, o conselho de administração exerça as funções de auditoria, avaliação e remuneração, finanças e planejamento, com o apoio de um ou vários comitês, de acordo com a necessidade.

O IBGC, por sua vez, recomenda que deve ser observado o porte da organização, já que um número excessivo de grupos pode reproduzir indevidamente a estrutura interna da empresa no Conselho e gerar interferência inoportuna na gestão.

9) *Na hipótese de escolha do Comitê de Auditoria e/ou de Remuneração, a composição considerada ideal na análise da Companhia seria:*

- () *Membros que compõem o Conselho de Administração*
- () *Maioria de membros independentes*
- () *Coordenado por um conselheiro independente*

Racional: A composição dos comitês também é um tema abordado nos códigos de boas práticas de governança corporativa. O do IBGC, por exemplo, aconselha que sejam formados, preferivelmente, apenas por conselheiros. Quando não for possível, que pelo menos a coordenação seja feita por um conselheiro, de preferência independente. O CMPC, por sua vez, orienta que seus membros não configurem hipóteses de conflitos de interesses, que estejam integrados somente por conselheiros titulares independentes, ou com a maioria formada por eles, e que contem com um mínimo de três - e um máximo de sete - membros.

10) *Na hipótese de escolha do Conselho Fiscal, que características são apreciadas na análise:*

- () *A Companhia deve ter o Conselho Fiscal instalado*
- () *A Companhia em que o Conselho Fiscal exerce o papel de auditoria*
- () *Parte dos membros deve ser indicada pelos acionistas minoritários*
- () *Indicação pelos minoritários não é considerada na avaliação*

Racional: Nessa questão, aplica-se a explicação dada às questões 7, 8 e 9.

Parte 3 – Transparência

11) *Quanto ao gerenciamento de riscos, a Companhia:*

- () *Deve possuir política formal de gerenciamento de riscos aprovada pelo CA*
- () *Deve possuir um comitê formal dentro de sua estrutura organizacional destinado ao controle do gerenciamento dos riscos*
- () *Gerenciamento de riscos não interfere na decisão de investimento*

Racional: Essa questão busca avaliar como os sistemas voltados a monitorar o cumprimento dos processos operacionais e financeiros, assim como os riscos de não conformidade, são considerados pelos gestores de fundo. Também busca verificar se é valorizado o papel de monitoramento e fiscalização dessas atividades por parte do conselho de

administração, já que as boas práticas de governança corporativa recomendam uma atitude preventiva, prospectiva e proativa na minimização de riscos.

12) *A existência de sistemas de monitoramento é considerada na análise?*

☐ *Sim*

☐ *Não*

Racional: Pergunta complementar à questão 7.

13) *Na hipótese de serem considerados, assinalar os controles considerados na análise:*

☐ *Riscos de Mercado*

☐ *Riscos Financeiros / com Derivativos*

☐ *Riscos Operacionais*

☐ *Riscos Socioambientais*

☐ *Riscos Regulatórios*

☐ *Riscos Reputacionais e de Imagem*

☐ *Riscos Setoriais Específicos (Favor especificar)_____*

Racional: Pergunta complementar às questões 7 e 8.

14) *Quanto a controles internos, a Companhia:*

☐ *Deve ter auditoria interna*

☐ *Deve ter auditoria interna se reportando ao Conselho de Administração ou ao Comitê de Auditoria*

☐ *Deve ter auditoria independente, e a firma não pode prestar outros serviços à Cia*

☐ *Deve ter auditoria independente, e a firma pode prestar outros serviços além dos relacionados à auditoria externa*

Racional: Pergunta complementar às questões anteriores.

15) *A Companhia deve possuir regras ou políticas claras e formais para as transações com partes relacionadas?*

☐ *Sim*

☐ *Não*

☐ *Indiferente*

Racional: As boas práticas de governança corporativa recomendam que o estatuto ou o contrato social da companhia deve vedar as operações que configurem conflitos de interesse dos controladores ou executivos da companhia. Também deve contemplar políticas para a realização de operações com partes relacionadas ou exigir que as mesmas sejam aprovadas pelo conselho de administração. Essa prática consta do código do IBGC.

16) *Quanto à política de negociação, a Companhia:*

☐ *Deve divulgar uma política de negociação de ações aplicável aos seus administradores*

☐ *Deve ter política de negociação de suas ações pela Tesouraria*

☐ *Esse tema não é avaliado*

Racional: As políticas de negociação são documentos aplicáveis a administradores, gestores e outros participantes determinados pela companhia (podendo abranger colaboradores ou terceiros com funções estratégicas ou que tenham acesso a informações não divulgadas ao público). De acordo com as boas práticas de governança corporativa, a adoção dessas políticas contribui para inibir transações com informações privilegiadas (*insider trading*). O intuito dessa questão é verificar se esse ponto é observado pelos gestores.

17) Com relação à ética e à conduta, são consideradas na análise a adoção de:

- () Códigos de ética e conduta disseminados na organização
- () Estruturas na organização responsáveis pela gestão
- () Canais formais para recebimento de denúncia em relação a violações éticas
- () Políticas de treinamento em relação a esta questão
- () Políticas de premiação para incentivo de boas condutas éticas
- () Esse tema não é considerado na análise

Racional: A conduta e a ética na condução dos negócios e o relacionamento entre conselheiros, diretores, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes interessadas (*stakeholders*), possuem relação com as boas práticas de governança corporativa. Para isso, as companhias adotam medidas de caráter preventivo que podem estabelecer uma espécie de regulação dentro do ambiente corporativo, ditando normas e punições a serem observadas.

Para disseminá-las, as companhias utilizam, como ferramentas, treinamentos, canais formais de denúncia ou os códigos de conduta, definidos pelo IBGC como um documento que comprometa administradores e funcionários, elaborado pela Diretoria de acordo com os princípios e políticas definidos pelo Conselho de Administração (e por ele aprovados). O documento também deve definir responsabilidades sociais e ambientais, refletindo adequadamente a cultura da empresa e enunciar, com total clareza, os princípios em que está fundamentado. Deve ainda apresentar caminhos para denúncias ou resolução de dilemas de ordem ética (canal de denúncias, ombudsman).

O objetivo dessa questão é avaliar se esse tema é observado pelos gestores de fundo.

Parte 4 – Equidade

18) A companhia deve possuir somente ações com direito a voto?

- () Sim
- () Não
- () Indiferente

Racional: O princípio de “uma ação = um voto” é prática recomendada pelos códigos de boas práticas de governança corporativa, em linha com o princípio da equidade. A ideia básica é que a separação entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa por meio da utilização de duas classes de ações (com e sem direito a voto) é prejudicial para os acionistas minoritários, já que todos os acionistas deveriam ter direitos iguais (Silveira, 2004). Recomendações nesse sentido, dentre os países abordados neste estudo, são encontradas no Brasil no código de governança corporativa do IBGC e da CVM, além de ser uma exigência da Bovespa para adesão da empresa ao Novo Mercado.

19) *A companhia deve adotar sistema eletrônico para outorga de procuração de voto em assembleia de acionistas?*

- (☐) *Sim*
 (☐) *Não*
 (☐) *Indiferente*

Racional: De acordo com os “Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades”, participar e votar nas assembleias gerais é um dos direitos fundamentais dos acionistas de companhias abertas. Facilitar o acesso às assembleias, portanto, estaria em linha com esse princípio.

Há uma tendência de adotar medidas que permitam a participação remota, já que a maioria das legislações societárias prevê que as assembleias aconteçam na sede da companhia, ou na cidade em que está localizada. Mas são poucos os países que instituíram facilidades nesse sentido. Dos aqui estudados, apenas o Brasil apresenta essa flexibilidade, abordada recentemente por normativo da CVM. A Instrução de n. 481, publicada em 2009, dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas.

20) *A Companhia deve divulgar um manual de assembleia detalhado, com um modelo de procuração de voto (e procuradores previamente designados para a representação do acionista)?*

- (☐) *Sim*
 (☐) *Não*
 (☐) *Indiferente*

Racional: Dentro dos “Princípios da OECD sobre o Governo das Sociedades”, de que participar e votar nas assembleias gerais é um dos direitos fundamentais dos acionistas de companhias abertas, a organização multilateral reforça que “os acionistas devem receber informações suficientes e tempestivas sobre o local, data e ordem dos trabalhos das assembleias gerais, bem como informações completas e tempestivas em relação às decisões a serem tomadas nessas ocasiões”.

O aperfeiçoamento das informações referentes às assembleias gerais de acionistas, divulgadas pelas companhias abertas, tem sido foco do trabalho de algumas instituições e órgãos de regulação. No Brasil, por exemplo, o tema passou a ser abordado em 2009, com a publicação da Instrução n. 480, que trata das informações divulgadas pelas companhias abertas. Com a edição dessa regra, as companhias passaram a ser obrigadas a dar mais detalhes sobre a ordem do dia, disponibilizando aos acionistas maiores informações sobre cada uma das matérias, com antecedência mínima de 30 dias.

No México, o CMPC recomenda que “toda a informação sobre cada matéria da ordem do dia da assembleia de acionistas ou de sócios esteja disponível, no mínimo, com 15 dias de antecedência”.

21) *É considerado, na análise da companhia, o pagamento de tag along em eventual alienação de controle?*

- (☐) *Sim*
 (☐) *Não*

Racional: Um dos pilares da governança corporativa é a equidade, ou seja, que todos os acionistas de uma companhia recebam o mesmo tratamento. O *tag along* é a segurança de que os acionistas minoritários, no caso de troca de controle da companhia, serão tratados em

condições similares aos majoritários. A legislação dos três países aqui estudados preveem *tag along*. No Brasil, a Lei das S.A. prevê que os minoritários recebam, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações dos controladores.

22) *A participação do ativo em índices relacionados à liquidez é:*

- () *Pouco importante*
- () *Muito importante*
- () *Indiferente*

Racional: Também de acordo com a OECD, os direitos fundamentais dos acionistas incluem transmitir ou transferir ações. Dentro desse princípio, há iniciativas pela região – sobretudo no Brasil – que buscam orientar as companhias a preservarem a liquidez dos títulos que emitem. As companhias listadas nos índices diferenciados da Bovespa, por exemplo, devem ter pelo menos 25% do capital social em circulação no mercado (*free float*). O IBGC, por sua vez, recomenda em seu código de boas práticas de governança corporativa que “as companhias de capital aberto devem se esforçar para preservar a liquidez de seus títulos, mantendo em circulação um número adequado de ações através da gestão ativa da base acionária, sempre com a devida cautela para evitar negociações que levem à formação artificial de preços. Para tal, pode ser utilizado o trabalho da área de relações com investidores (RI) ou os serviços dos formadores de mercado (*market makers*)⁵², entre outros”.

23) *Em relação às poison pills, a Companhia:*

- () *Deve adotar poison pill em seu estatuto*
- () *Deve adotar poison pill com cláusula pétrea*
- () *Não deve adotar poison pills*
- () *Esse tema não é considerado na análise*

Racional: As *poison pills* são mecanismos estabelecidos nos estatutos sociais das companhias que, indiretamente, buscam proteger a posição acionária dos controladores de companhias, pois preveem ofertas públicas de ações⁵³, por parte de um adquirente de posição minoritária, a todos os demais sócios da empresa. As boas práticas de governança corporativa recomendam que os investidores vejam com reservas cláusulas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores, como parâmetros definitivos ou irrealis de preço.

Essas recomendações constam do código de boas práticas do IBGC, único documento que aborda este tema, dentre os países aqui estudados. No texto, o IBGC alerta que as *poison pills* são ainda menos recomendadas em companhias com controlador definido ou em que a posição acionária adquirida no mercado não seja suficiente para assegurar o controle acionário (isolado ou compartilhado), mas que podem fazer sentido nas companhias de capital diluído, desde que não retirem dos sócios a decisão final sobre a necessidade da realização da OPA. Esses mecanismos, reforça o IBGC, devem atender aos princípios da boa governança corporativa e prever, de maneira explícita, que o conselho de administração se envolva nas discussões e se posicione a respeito.

⁵² Instituição contratada por companhias abertas, seus acionistas ou empresas controladas, que mantém oferta firme de compra e venda de ações negociadas em mercado de bolsa, de balcão ou eletrônico, para promover liquidez nas negociações. Suas atividades são regulamentadas pela CVM e pela Bolsa de Valores (fonte: IBGOVERNANÇA CORPORATIVA).

⁵³ Oferta a todos os sócios para a aquisição de suas participações societárias na organização, obrigatória a partir da compra de um percentual do capital social da companhia, previsto no Estatuto.

Parte 5 – Prestação de Contas

24) *Que documentos são consultados para a tomada de decisão de investimento?*

- () *Estatuto Social*
- () *Política de Dividendos*
- () *Acordo de Acionistas*
- () *Informações Financeiras obrigatórias*
- () *Fatos Relevantes*
- () *Comunicados ao Mercado*
- () *Calendário de Eventos Corporativos*
- () *Fact Sheet*
- () *Relatórios de analistas*
- () *Release de resultados trimestrais*
- () *Apresentações em Power point dos resultados trimestrais*
- () *Relatório Anual*

Racional: O acesso às informações é considerado um aspecto essencial para os investidores tomarem melhores decisões econômicas e para os acionistas avaliarem a gestão da companhia, além de ser uma prática alinhada com as diretrizes de transparência e acessibilidade relacionadas à governança corporativa.

Nesse sentido, a divulgação de algumas informações periódicas é regulada pela legislação. Outras rotinas de divulgação vão além dessa exigência, disseminadas pelos normativos de autorregulação ou códigos de boas práticas de governança corporativa.

O objetivo dessa questão é verificar quais das divulgações periódicas, atualmente feitas pelas companhias, são acompanhadas pelos gestores dos fundos de pensão dos países aqui estudados. Foram elencados os seguintes documentos e publicações:

Estatuto Social – Utilizado pelas sociedades por ações, é o documento que disciplina o relacionamento interno e externo da sociedade, atribuindo-se identidade ao empreendimento. Nele, são instituídos o tipo jurídico de sociedade, denominação, objeto social, integralização do capital social, prazo de duração da sociedade, data de encerramento do exercício social, foro contratual, entre outras providências.

Política de Dividendos - Valor distribuído ao acionista como participação nos resultados da companhia. O acionista tem direito de receber como dividendo obrigatório a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, que é distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações detida pelos mesmos.

Acordo de Acionistas – Documento que representa um consenso dos acionistas controladores sobre a forma pela qual algumas questões corporativas importantes devem ser resolvidas. Sua presença pode aumentar o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, já que exclui a possibilidade de sua interferência nos temas definidos no acordo.

Informações Financeiras obrigatórias – Relatórios elaborados ao fim de cada exercício social, retratando a posição contábil, financeira e econômica da companhia.

Fatos Relevantes - Definidos como qualquer acontecimento que possa influenciar na formação do preço das ações, o que se refletiria na decisão dos investidores em comprar, vender ou manter em carteira os papéis da companhia. Eventos que poderiam ser enquadrados nessa classificação seriam decisões dos controladores, deliberações da assembleia geral ou da administração, ou qualquer outro acontecimento de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro da companhia. No Brasil, essa prática é disciplinada pela Instrução CVM n.358.

Comunicados ao Mercado - Publicações referentes aos negócios da companhia que, diferentemente dos fatos relevantes, não necessariamente se refletem na decisão dos

investidores. Exemplos seriam a mudança de auditores independentes, aumento de participação de investidores no capital social, entre outras.

Calendário de Eventos Corporativos - Calendário anual que lista as datas e detalhes de eventos direcionados ao mercado, como assembleias gerais, divulgação de resultados financeiros trimestrais, reuniões públicas, entre outros. No Brasil, a prática foi instituída pelo regulamento dos níveis diferenciados de listagem da Bovespa.

Fact Sheet - Expressão utilizada para denominar os folhetos institucionais preparados pelas companhias para eventos específicos. Busca reunir, em uma única página, informações suficientes para que o público entenda o que a companhia faz e se informe sobre sua performance, conteúdo que também inclui um breve perfil institucional e principais números. É utilizado como material de apoio nas reuniões públicas, *roadshows* e divulgações, como peça integrante de *kits* institucionais que são distribuídos em visitas às instalações ou eventos.

Relatórios de analistas – Publicados por profissionais de corretoras de valores ou bancos de investimento, buscam apoiar a decisão dos investidores, traçando recomendações (de compra, venda ou manutenção do ativo em carteira) e alertando para os principais riscos dos títulos analisados, estimando o desempenho da companhia frente a seus concorrentes.

Release de resultados trimestrais - Nas divulgações trimestrais, tornou-se uma prática frequente a elaboração, pelas companhias, de um *release* de resultados. Direcionado aos analistas e profissionais de mercado que acompanham a companhia, esses informes buscam facilitar o entendimento da operação e do desempenho da empresa, destacando e justificando os principais acontecimentos do período.

Apresentações em Power point dos resultados trimestrais – Peças que complementam as divulgações trimestrais. Oferecem um resumo dos principais números e acontecimentos do período, e são utilizadas como apoio para a apresentação dos resultados, pelos executivos, em teleconferências, *webcasts* ou reuniões públicas. Após o evento, ficam disponíveis, nos *websites* de RI das companhias, para consulta do público.

Relatório Anual - Peças estratégicas nas políticas de comunicação corporativa. Não são exigências regulatórias, mas são elaborados com o intuito de agregar informações aos relatórios de administração, que devem ser divulgados juntamente com as demonstrações financeiras até março de cada ano. O relatório anual, embora muitas vezes utilizado como ferramenta de marketing ou peça de relações públicas da companhia, resume de uma maneira menos técnica e formal o desempenho corporativo ao longo de um exercício social, facilitando aos investidores a análise da companhia.

25) *Quais das mídias abaixo são ferramentas de pesquisa para a tomada de decisão de investimento em companhias abertas?*

- () *Leitura de blogs*
- () *Microblogs (Twitter)*
- () *Redes Sociais (Facebook)*
- () *Website institucional da Companhia*
- () *Website de RI*

Racional: Em linha com o exposto na questão anterior, o acesso às informações é considerado um aspecto essencial para a construção da decisão dos investidores. Nesse sentido, além do *website* institucional, muitas companhias abertas criam uma área exclusiva, dentro desse *website*, destinada aos investidores, que é considerada um item-chave para acesso às informações corporativas. Os *websites* de RI são páginas customizadas ao público investidor (acionistas, profissionais de mercado, analistas e potenciais investidores). Reúnem, de forma organizada, as informações econômico-financeiras e societárias arquivadas nos órgãos reguladores, permitindo que sejam acessadas de forma mais rápida e direta. Também

agrupam outros dados financeiros, como históricos de informações divulgadas e de cotação dos papéis.

Recentemente, outros canais de comunicação surgiram, como as redes sociais, que também passaram a ter um uso institucional pela companhia. Como são acontecimentos recentes, também se desconhece a efetividade de utilizá-las como ferramentas de comunicação com os investidores, razão pela qual esses canais foram incluídos nessa questão.

26) *Para ter contato com os administradores da Companhia, de que eventos participa:*

- () *Teleconferência de Resultados*
- () *Reuniões públicas com acionistas*
- () *Encontros one on one*
- () *Não participa de encontros com os administradores das Companhias*

Racional: A acessibilidade – um dos pilares da governança corporativa – é traduzida por rotinas de eventos preparados pelas companhias a seus públicos estratégicos (dentre os quais, os acionistas e potenciais investidores). Os eventos mais frequentes são as teleconferências de resultados, reuniões públicas com acionistas e encontros individuais (*one on one*).

Teleconferências - Visam aprimorar a comunicação com o mercado. As companhias abertas assimilaram o hábito de promover reuniões públicas ao divulgar resultados ou acontecimentos relevantes, ocasiões que permitem que sejam esclarecidos assuntos ao público, além de abrir-se para questionamentos diversos por parte de acionistas ou profissionais do mercado.

A fim de conferir agilidade e permitir a participação de todos os interessados, independentemente da localidade em que estejam, essas reuniões adotaram o formato de conferências telefônicas (teleconferências) ou via internet (*webcast*), ferramenta que concilia o áudio com recursos visuais, como a apresentação de *slides*.

Reuniões públicas - Visam promover um acesso democrático às informações das companhias e a seus executivos. Para incentivar essa conduta, o regulamento dos níveis diferenciados de listagem da Bovespa estabelece que seja promovida pelo menos uma reunião pública, por ano, entre as companhias e seus investidores, incluindo os analistas que acompanham seu desempenho.

Esses eventos incluem uma apresentação geral da companhia, conduzida por seus executivos, que enfatizam a situação econômico-financeira da empresa, projetos e perspectivas.

Reuniões individuais - São eventos rotineiros que envolvem as mais diversas hierarquias. É natural que executivos tenham encontros privados com os mais diversos públicos relacionados, como clientes, fornecedores, imprensa, analistas de mercado e investidores. O objetivo dessas abordagens é estabelecer um relacionamento mais próximo entre ambos, permitindo apresentar as características de cada um, bem como estratégias de negócios e expectativas.

Parte 6 – Responsabilidade Corporativa

27) *A participação em índices de sustentabilidade (como o ISE, FTSE ou DowJones) é levado em conta na análise da companhia para investimento?*

- () *Sim*
- () *Não*

Racional: A responsabilidade corporativa passou a figurar, recentemente, na definição de governança corporativa. O IBGC, por exemplo, inseriu o termo em seus princípios básicos de governança, recomendando que os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Já o CMPC do México delega ao conselho de administração que a companhia adote princípios de responsabilidade social empresarial.

A participação dos ações das companhias, em índices de sustentabilidade, é uma espécie de carimbo, de reconhecimento dessas práticas, uma vez que cada índice possui uma metodologia própria para escolher tais companhias.

28) *Informações sobre iniciativas relacionadas à sustentabilidade são analisadas e/ou monitoradas?*

☐ Sim

☐ Não

Racional: Por meio desta pergunta, busca-se saber qual o peso desse tema na análise da companhia e na decisão de investimento.

29) *Se sim, quais os materiais consultados para obter essas informações:*

☐ Balanço Social

☐ Relatório de Sustentabilidade

☐ Website da Companhia

☐ Outros: _____

Racional: O objetivo da pergunta é levantar quais dessas ferramentas de comunicação, geralmente utilizadas pelas companhias para divulgarem iniciativas de sustentabilidade e responsabilidade corporativa, de fato são utilizadas pelos gestores.

O balanço social é uma publicação cujo formato se inspira em balanços financeiros. Busca reunir, em uma planilha, informações detalhadas sobre folhas de pagamentos, gastos com encargos sociais de funcionários, além da participação nos lucros a eles destinada. Também detalha despesas com controle ambiental e investimentos sociais externos em diversas áreas, como educação, cultura e saúde. O relatório de sustentabilidade, por sua vez, é elaborado mais comumente com base no formato GRI (da sigla *Global Reporting Initiative*, organização não-governamental, com sede na Holanda, que tem como missão disseminar tal conceito).

O GRI prevê o uso de indicadores de desempenho e de protocolos técnicos, todos com metodologias de compilação e fontes de referência. Busca uniformizar as informações sócio-econômicas, atribuindo, separadamente, os indicadores de desempenho para cada uma das áreas (social, econômico-financeira e ambiental), cujo levantamento de dados deve se basear em princípios como materialidade, transparência, inclusão, verificabilidade, abrangência, relevância, contexto de sustentabilidade, equilíbrio, tempestividade, confiabilidade e comparabilidade, a serem seguidos em bases permanentes.

30) *É importante, para a decisão de investimento, que a Companhia possua uma estrutura organizacional (área, departamento, diretoria, comitê, conselho, etc.) dedicada às questões socioambientais?*

☐ Sim

☐ Sim, e essa estrutura deve se reportar ao Conselho de Administração

☐ Não

Racional: Essa pergunta visa detectar a importância dada ao envolvimento do conselho de administração nesse tema.

31) *Sobre mão-de-obra, quais dessas iniciativas adotadas pela companhia são consideradas durante sua análise:*

- ☐ *A existência de programa de valorização da diversidade*
- ☐ *Existência de programas nas áreas de saúde, segurança e condições de trabalho*
- ☐ *Funcionários terceirizados recebem tratamento semelhante (salários, benefícios, etc.) àquele recebido pelos empregados da empresa?*
- ☐ *Não utilizar mão-de-obra infantil e trabalho compulsório*
- ☐ *Além de não utilizar mão-de-obra infantil e trabalho compulsório, possuir regras e outros procedimentos para garantir que não essa conduta não exista em suas operações diretas.*
- ☐ *Exigir declaração aos fornecedores sobre a não-utilização de mão-de-obra infantil e trabalho compulsório*
- ☐ *Além de exigir a declaração, se a empresas possui mecanismos para verificar essas questões nos fornecedores contratados.*
- ☐ *Esse tema não é abordado na análise*

Racional: Essa questão busca verificar como as iniciativas da empresa com impacto de melhoria social e desenvolvimento de seus *stakeholders* (partes relacionadas), como funcionários e fornecedores, impactam a decisão de investimento dos gestores.

Parte 7 – Relacionamento com Stakeholders

32) *O fato de a empresa ter canais específicos de comunicação com suas partes relacionadas (funcionários, fornecedores, comunidade, ONGs, universidades, mídia e acionistas minoritários) influencia a decisão de investimento?*

- ☐ *Sim*
- ☐ *Não*

Racional: Essa questão busca verificar como as iniciativas da empresa com impacto de melhoria social e desenvolvimento de seus *stakeholders* (partes relacionadas), como funcionários, fornecedores, comunidade, organizações não-governamentais (ONGs), universidades, mídia e acionistas minoritários, impactam a decisão de investimento dos gestores.

33) *Em relação ao relacionamento da Companhia com a comunidade, que fatores influenciam sua decisão de investimento?*

- ☐ *Programas de diálogo e desenvolvimento das comunidades do entorno*
- ☐ *Programas de geração de renda, emprego e capacitação ao trabalho em comunidades carentes*
- ☐ *Apoio à melhoria da qualidade da educação pública*
- ☐ *Programa de redução do analfabetismo*
- ☐ *Incentivo ao voluntariado entre seus colaboradores*
- ☐ *Projetos sociais*
- ☐ *Projetos ambientais*
- ☐ *Esse tema não interfere na decisão de investimento*

Racional: Essa questão busca verificar como as iniciativas da empresa com impacto de melhoria social e desenvolvimento de seus *stakeholders* (partes relacionadas), como a comunidade e ONGs, impactam a decisão de investimento dos gestores.

34) *Sobre o relacionamento da Companhia com fornecedores, são considerados na análise:*

- ☐ *Existência de critérios socioambientais para escolha de seus fornecedores*
- ☐ *Programas desenvolvidos pela Empresa, voltados a promover a adoção, pelos fornecedores, de iniciativas socioambientais*
- ☐ *O fato de a Companhia não realizar nenhuma ação nesse sentido*
- ☐ *Esse tema não interfere na decisão de investimento*

Racional: Essa questão busca verificar como as iniciativas da empresa com impacto de melhoria social e desenvolvimento de seus *stakeholders* (partes relacionadas), como os fornecedores, impactam a decisão de investimento dos gestores.

Parte 8 – Meio ambiente

35) *Multas por crimes ambientais (nos últimos dois anos) influenciam a tomada de decisão do investimento?*

- ☐ *Sim*
- ☐ *Não*

Racional: Essa questão busca verificar como esse histórico recente de risco (incidentes ambientais) influenciam a avaliação do risco do investimento nas ações emitidas pela empresa.

36) *Certificações ambientais influenciam a tomada de decisão do investimento?*

- ☐ *Sim*
- ☐ *Não*

Exemplos: ISO 14001, FSC⁵⁴ e outras.

Racional: O objetivo dessa questão é verificar se a maneira com a qual a companhia faz a gestão de sua relação com o meio-ambiente influencia a decisão de investimento do gestor de fundos.

37) *Quais dessas iniciativas são consideradas na análise da Companhia:*

- ☐ *Ter políticas e práticas em relação à ecoeficiência*
- ☐ *Produção mais limpa*
- ☐ *Descarte adequado de resíduos da produção*
- ☐ *Programas de reciclagem*
- ☐ *Iniciativas de combate às mudanças climáticas*
- ☐ *Monitoramento dos impactos ambientais mais significativos*
- ☐ *Ações e iniciativas de prevenção e atendimento a acidentes ambientais*

⁵⁴ Certificação florestal que garante que a madeira utilizada em determinado produto é procedente de um processo produtivo manejado de forma ecologicamente adequada, socialmente justa e economicamente viável, e no cumprimento de todas as leis vigentes. Esse selo é conferido pela organização não-governamental *Forest Stewardship Council*, representada em mais de 50 países, de acordo com informações do *website* da instituição (www.fsc.org), acessado em 11 de maio de 2011.

- () *Políticas de não-utilização de materiais e insumos provenientes da exploração ilegal de recursos naturais*
- () *Iniciativas periódicas de educação ambiental para seu público interno*
- () *Esse tema não é considerado na análise da Companhia*

Racional: Essa questão visa verificar se as ferramentas de gestão que a empresa utiliza para inserir a sustentabilidade em sua estratégia de negócio, bem como a forma e a transparência com que ela comunica suas ações e seu desempenho nessa área aos seus diferentes *stakeholders*, influencia a decisão de investimento do gestor de fundos.

Gobierno corporativo en la estrategia de inversión de los fondos de pensión

Parte 1 – Visión sobre el Gobierno Corporativo

- 1) En la evaluación de una compañía, ¿qué peso se le da a las buenas prácticas de gobierno corporativo en comparación con los aspectos financieros, los resultados alcanzados por la empresa y su potencial de crecimiento?
 - ☐ Poca importancia
 - ☐ Misma importancia
 - ☐ Mucha importancia
- 2) ¿Cómo afecta su decisión de inversión la calidad del gobierno corporativo de una empresa?
 - ☐ No es relevante en el caso de **compañías** ya conocidas
 - ☐ Indispensable en **compañías** que empiezan a ser analizadas
 - ☐ No es relevante en el caso de empresas ubicadas en **países** donde ya invierte
 - ☐ Indispensable en **países** que empiezan a ser analizados
- 3) Las buenas prácticas adoptadas por la compañía en relación a la liquidez del instrumento de emisión, poseen para usted:
 - ☐ Poca importancia
 - ☐ Misma importancia
 - ☐ Mucha importancia

Parte 2 – Consejo de Administración

- 4) En cuanto a la composición del Consejo de Administración o Directorio, ¿qué aspectos son valorizados en el análisis de la compañía?:
 - ☐ Que la mayoría de los miembros sean independientes
 - ☐ Que la presidencia sea ocupada por un consejero independiente
 - ☐ Que el cargo de CEO y de presidente del CA o del directorio sean ocupados por personas distintas
 - ☐ La composición del CA o del directorio no afecta la decisión de la inversión
- 5) En cuanto a la evaluación del directorio o Consejo de Administración:
 - ☐ Se evalúa periódica y formalmente su desempeño como grupo
 - ☐ Se evalúa periódica y formalmente el desempeño individual de sus miembros
 - ☐ La evaluación de los consejeros no es un criterio considerado en el análisis de la compañía
- 6) En cuanto a la remuneración de los miembros del directorio o del Consejo de Administración:
 - ☐ La Compañía debe divulgar la remuneración total de los directores y ejecutivos
 - ☐ La Compañía debe divulgar la proporción entre la remuneración fija y variable de los directores y ejecutivos
 - ☐ No es necesaria la divulgación de la remuneración de los directores y ejecutivos
- 7) En cuanto a los comités de apoyo a los Consejos de Administración:

- ☐ La compañía debe informar sobre estos comités en sus publicaciones públicas
 - ☐ La información referente a los comités existentes no es utilizada en el análisis de la compañía
 - ☐ La existencia de comités de apoyo al Consejo de Administración no es un criterio considerado en el análisis de la Compañía
- 8) En caso que usted incluya dentro de su evaluación de una empresa la existencia de estos comités, indicar cuáles son más valorados en el análisis:
- ☐ Consejo Fiscal
 - ☐ Comité de Auditoría
 - ☐ Comité de Remuneraciones
 - ☐ Comité de Riesgos
 - ☐ Comité de Sostenibilidad
 - ☐ Ninguno de los anteriores
 - ☐ Otros: _____
- 9) En la hipótesis de haber escogido el Comité de Auditoría y/o de Remuneraciones, el análisis se centra en:
- ☐ Los miembros que componen el CA
 - ☐ Que la mayoría de sus miembros sean independientes
 - ☐ Que sea coordinado por un consejero independiente
- 10) En la hipótesis de haber escogido el Consejo Fiscal:
- ☐ La Compañía debe tener el Consejo Fiscal instalado
 - ☐ La Compañía en que el Consejo Fiscal también ejerce o papel de auditoría
 - ☐ Que parte de los miembros sean nombrados por los accionistas minoritarios
 - ☐ Indicación por los minoritarios no es considerada en la evaluación

Parte 3 – Transparencia

- 11) En cuanto al gerenciamiento de riesgos:
- ☐ La Compañía debe poseer una política formal de gerenciamiento de riesgos aprobada por el CA
 - ☐ La Compañía debe poseer un comité formal dentro de su estructura organizacional destinado al control del gerenciamiento de los riesgos
 - ☐ Gerenciamiento de riesgos no interfiere en la decisión de inversión
- 12) La existencia de sistemas de monitoreo ¿es considerada en el análisis?
- ☐ Sí
 - ☐ No

- 13) En la hipótesis de que sean considerados, indicar los controles más importantes en el análisis:
- ☐ Riesgos de Mercado
 - ☐ Riesgos Financieros / con Derivados
 - ☐ Riesgos Operacionales
 - ☐ Riesgos Socioambientales
 - ☐ Riesgos Regulatorios
 - ☐ Riesgos de Reputación y de Imagen
 - ☐ Riesgos Sectoriales Específicos (Favor especificar)
- 14) En cuanto a controles internos:
- ☐ La Compañía debe tener auditoría interna
 - ☐ La Compañía en que la auditoría interna se reporta al CA o al Comité de Auditoría
 - ☐ La Auditoría independiente no puede prestar otros servicios a la Compañía
 - ☐ Firma de auditoría independiente puede prestar otros servicios además de los relacionados a la auditoría externa
- 15) ¿La Compañía debe poseer reglas o políticas claras y formales para las transacciones con partes relacionadas?
- ☐ Sí
 - ☐ No
 - ☐ Indiferente
- 16) En cuanto a la política de negociación:
- ☐ La Compañía debe divulgar una política de negociación de acciones aplicable a sus administradores
 - ☐ La Compañía debe tener política de negociación de sus acciones por la Tesorería
 - ☐ Ese tema no es evaluado
- 17) Con relación a ética y conducta, son consideradas en el análisis la adopción de:
- ☐ Códigos de ética y conducta conocidos por toda la organización
 - ☐ Estructuras en la organización responsables por su gestión
 - ☐ Canales formales para recibimiento de denuncia en relación a violaciones éticas
 - ☐ Políticas de entrenamiento en relación a ética y conducta
 - ☐ Políticas de premiación para incentivo de buenas conductas éticas
 - ☐ Ese tema no es considerado en el análisis

Parte 4 – Equidad

- 18) ¿La compañía debe poseer solamente acciones con derecho a voto?
- ☐ Sí
 - ☐ No
 - ☐ Indiferente
- 19) ¿La compañía debe adoptar un sistema electrónico para ejecutar el voto en junta de accionistas?
- ☐ Sí
 - ☐ No
 - ☐ Indiferente

- 20) ¿La Compañía debe divulgar un manual de para la junta con detalles de los temas que serán tratados, además de un modelo de procuración de voto (y procuradores previamente designados para la representación del accionista)?
- ☐ Sí
 - ☐ No
 - ☐ Indiferente
- 21) ¿Es considerado, en el análisis de la compañía, el pago de *tag along* en una eventual alienación del control de la compañía?
- ☐ Sí
 - ☐ No
- 22) La participación del activo en índices relacionados a la liquidez es:
- ☐ Poco importante
 - ☐ Muy importante
 - ☐ Indiferente
- 23) En relación a las *poison pills*:
- ☐ La compañía debe adoptar *poison pill* en su estatuto
 - ☐ La compañía debe adoptar *poison pill* con cláusula pétrea
 - ☐ Compañías no deben adoptar *poison pills*
 - ☐ Ese tema no es considerado en el análisis

Parte 5 – Prestación de Cuentas

- 24) ¿Cuáles documentos son consultados para la toma de la decisión de inversión?
- ☐ Estatuto Social
 - ☐ Política de Dividendos
 - ☐ Acuerdo de Accionistas
 - ☐ Informaciones Financieras obligatorias
 - ☐ Hechos Relevantes
 - ☐ Comunicados al Mercado
 - ☐ Calendario de Eventos Corporativos
 - ☐ *Fact Sheet*
 - ☐ Relatorios de analistas
 - ☐ *Release* de resultados trimestrales
 - ☐ Presentaciones en *Power point* de los resultados trimestrales
 - ☐ Relatorio Anual
- 25) ¿Cuáles de los medios abajo indicados son herramientas de investigación para la toma de decisión de inversión en compañías abiertas?
- ☐ Lectura de *blogs*
 - ☐ Microblogs (*Twitter*)
 - ☐ Redes Sociales (*Facebook*)
 - ☐ *Website* institucional de la Compañía
 - ☐ *Website* de RI

- 26) Para tener contacto con los administradores de la Compañía, de cuales eventos participa:
- ☐ Teleconferencia de Resultados
 - ☐ Reuniones públicas con accionistas
 - ☐ Encuentros *one on one*
 - ☐ No participa de encuentros con los administradores de las Compañías

Parte 6 – Responsabilidad Corporativa

- 27) ¿La participación en indicadores de sostenibilidad (como ISE, FTSE o DowJones) es tomado en cuenta en el análisis de la compañía para inversión?
- ☐ Sí
 - ☐ No
- 28) Informaciones sobre iniciativas relacionadas a sostenibilidad son analizadas y/o monitoradas?
- ☐ Sí
 - ☐ No
- 29) Si la respuesta es sí, ¿cuáles materiales son consultados para obtener esas informaciones?:
- ☐ Reporte Social
 - ☐ Reporte de Sostenibilidad
 - ☐ *Website* de la Compañía
 - ☐ Otros: _____
- 30) ¿Es importante, para la decisión de inversión, que la Compañía cuente con una estructura organizacional (área, departamento, directorio, comité, consejo, etc.) dedicada a las cuestiones socio ambientales?
- ☐ Sí
 - ☐ Sí, y esa estructura debe responder al Consejo de Administración
 - ☐ No
- 31) Sobre la mano de obra, cuáles de esas iniciativas son consideradas en el análisis de la compañía:
- ☐ La compañía posee un programa de valorización de la diversidad
 - ☐ La compañía no utiliza mano-de-obra infantil y trabajo compulsorio
 - ☐ La compañía posee procedimientos, reglas y otros instrumentos para garantizar que ese tipo de mano de obra no exista en sus operaciones directas
 - ☐ La compañía exige declaración de no utilización de ese tipo de mano de obra a sus proveedores de productos y servicios
 - ☐ La compañía, además de exigir declaración, posee mecanismos para verificación o auditoría en relación a esta cuestión en los proveedores contratados
 - ☐ La compañía no hace este tipo de exigencia
 - ☐ La compañía posee programas en las áreas de salud, seguridad y condiciones de trabajo
 - ☐ Los funcionarios subcontratados reciben tratamiento equitativo (sueldos, beneficios, etc.) a los recibidos por los empleados de la empresa

Parte 7 – Relacionamiento con *Stakeholders*

- 32) ¿El hecho de tener canales específicos de comunicación con sus partes relacionadas (funcionarios, proveedores, comunidad, ONGs, universidades, medios de comunicación y accionistas minoritarios) influye en su decisión de inversión?
- ☐ Sí
- ☐ No
- 33) En relación al relacionamiento con la comunidad, ¿qué factores influyen en su decisión de inversión?
- ☐ Programas de diálogo y desarrollo de las comunidades del entorno
- ☐ Programas de generación de renta, empleo y capacitación al trabajo en comunidades carentes
- ☐ Apoyo a la mejoría de la calidad de la educación pública
- ☐ Programa de reducción del analfabetismo
- ☐ Incentivo al voluntariado entre sus colaboradores
- ☐ Proyectos sociales
- ☐ Proyectos ambientales
- ☐ Ese tema no interfiere en la decisión de inversión
- 34) Sobre el relacionamiento con proveedores, se considera en el análisis:
- ☐ Si la compañía cuenta con criterios discutidos, divulgados y accesibles de responsabilidad social para elegir a sus proveedores
- ☐ Si la compañía conduce programas de promoción y desarrollo de la responsabilidad social junto a sus proveedores
- ☐ No-realización de acciones en el área de Responsabilidad Social para la cadena de proveedores
- ☐ Ese tema no interfiere en la decisión de inversión

Parte 8 – Medio Ambiente

- 35) ¿Multas por crímenes ambientales (en los últimos dos años) influyen en su decisión de inversión?
- ☐ Sí
- ☐ No
- 36) ¿Las certificaciones ambientales influyen en su decisión de inversión?
- ☐ Sí
- ☐ No

Ejemplos: ISO 14001, FSC u otras.

37) Cuáles de esas iniciativas son consideradas en el análisis de la Compañía:

- ☐ Tener políticas y prácticas en relación a eco eficiencia
- ☐ Producción más limpia
- ☐ Descarte adecuado de residuos de producción
- ☐ Programas de reciclaje
- ☐ Iniciativas de combate al cambio climático
- ☐ Monitoreo de los impactos ambientales más significativos
- ☐ Acciones e iniciativas de prevención y atención a accidentes ambientales
- ☐ Políticas de no-utilización de materiales e insumos provenientes de la exploración ilegal de recursos naturales
- ☐ Iniciativas periódicas de educación ambiental para su público interno