

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

RAFAEL DOMINGOS CATTETE REIS

GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
Assimetria de informações entre Acionistas e Gestores

FLORIANÓPOLIS, 2011

RAFAEL DOMINGOS CATTETE REIS

GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES ENTRE ACIONISTAS E GESTORES

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Newton C. Affonso da Costa Junior

Co-Orientador: Prof. Cauê Serur Pereira

FLORIANÓPOLIS, 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 8,0 ao aluno Rafael Domingos Cattete Reis na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Newton Carneiro A. da Costa Junior

---

Prof. Marco Antonio de Oliveira Goulart

---

Prof. Ricardo José Araujo de Oliveira

Ao meu avô, dia e noite, eterno companheiro,  
Edison Cattete Reis.

## AGRADECIMENTOS

Ao meu pai, Marcos Campinas Cattete Reis, por me proporcionar desde cedo as condições ideais para o desenvolvimento de uma educação exemplar. À minha mãe, Suzanete Domingos Barbosa, por estar sempre ao meu lado, me ensinando a enfrentar as dificuldades da vida. À minha irmã Danielle Domingos Cattete Reis, pelas inúmeras brigas, festas, e preocupações cotidianas, visando sempre, o meu bem.

Aos meus primos Eduardo Cattete, Fernando Cattete e Athus Pessoa, por serem exatamente iguais a minha pessoa. À minha avó, Suzana Domingos Barbosa, por ter me auxiliado a refletir sobre o desenvolvimento deste trabalho.

À minha família de infância, Guilherme Schumacher, Fabiano Rosa, Eduardo Link, Juliano Mira, Rafael Veiga, Paulo Ramos, Juliano Trindade, e aos novos membros desta, firmados na UFSC, Gerson Leite, Daniel Hinke, Samuel Bezerra, Rômulo Torres, assim como aos demais colegas do glorioso Rolo Compressor, da família BDT e amigos e amigas, que de alguma forma, ou outra, me proporcionaram momentos de felicidade no decorrer destes cinco anos.

**“They must be free to drive their companies forward, but exercise that freedom within a framework of effective accountability. This is the essence of any system of good corporate governance.”**

Cadbury, 1992

## RESUMO

Com a rápida expansão do mercado financeiro sem que este conseguisse ser regulamentado e fiscalizado adequadamente, os gestores mal intencionados começaram a encontrar oportunidades para desviar recursos de dentro das próprias empresas, prejudicando milhares de pessoas em benefício próprio e, conseqüentemente, instalando uma crise no mercado, que só viria a ser amenizada a partir do surgimento das melhores práticas de governança corporativa. Práticas estas, que procurando proporcionar maior segurança aos investidores, resultam em agregar valores à empresa partindo do princípio de que é preciso alinhar os interesses de todas as partes relacionadas, acabando com a assimetria de informações, e se sustentando nos pilares de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Dissertado a parte teórica aparecem dois estudos de caso para se verificar a eficácia que este segmento de fato possui no mercado. Em um primeiro instante analisa-se o Índice de Governança Corporativa para em seguida se mensurar o impacto que a governança causa dentro da empresa Banco do Brasil.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Conflito Agente-Principal, Finanças Corporativas no Brasil.

# SUMÁRIO

1. PROBLEMA .....	8
1.3. Objetivos.....	10
1.3.1. Geral .....	10
1.3.2. Específicos.....	11
1.3.3. Justificativa.....	11
1.4. Metodologia.....	11
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	13
2.1. Ética Empresarial.....	14
2.2. Código de Ética .....	15
2.3. Código de Melhores Práticas – IBGC 2010 .....	16
2.3.1. Propriedade (Sócios).....	17
2.3.2. Conselho de Administração .....	18
2.3.3. Gestão .....	19
2.3.5. Conselho Fiscal .....	20
2.3.6. Código de Conduta e Conflitos de Interesses.....	21
2.4. Transparência no Mercado .....	22
2.5. Conflito Agente - Principal.....	23
2.6. Origem da Governança Corporativa .....	26
2.7. Escândalos Financeiros.....	27
2.7.1. Caso ENRON (2001).....	29
2.7.2. Caso WORLDCOM (2002).....	30
2.8. Lei Sarbanes-Oxley .....	31
2.9. Principais Modelos de Governança .....	33
3.1. Regulamentação do Mercado Financeiro de Ações .....	35
3.2. Níveis de Governança Corporativa.....	37
3.3. CVM – Proteção aos Acionistas Minoritários.....	40
3.4. Câmara de Arbitragem .....	41
4. ESTUDO DE CASO DO MERCADO BRASILEIRO .....	43
4.1. IBOVESPA VS IGC.....	43
4.2. Análise do Banco do Brasil (BBAS3) .....	48
REFERÊNCIAS .....	61
REFERÊNCIAS .....	61
ANEXOS.....	66

# 1. PROBLEMA

## 1.1. Introdução

O aumento excessivo, no início da década de 90, da massa de investidores admirados com a facilidade de alavancar lucros no mercado financeiro conforme sua crescente expansão se intensificava com os avanços tecnológicos da globalização, ao não ser fiscalizada adequadamente pelos órgãos competentes, possibilitava que as empresas captassem recursos sem serem obrigadas a construir uma relação saudável entre acionistas e gestores.

A falta de proteção aos novos investidores proporcionou uma oportunidade ímpar para os gestores mal intencionados desviarem dinheiro de dentro das empresas em que trabalhavam, prejudicando acionistas, funcionários, e demais partes interessadas, provocando um caos no mercado, que para não perder os seus acionistas e conseqüentemente investimentos, passava a reivindicar por melhores medidas de segurança.

Desenvolvida com o propósito de combater o crescente aumento do índice de atos fraudulentos de corrupção praticados por agentes em posições estratégicas dentro das empresas, como ocorreu nos casos da Enron e Worldcom, a Governança Corporativa surge no mercado financeiro, e conseqüentemente nas empresas, com o objetivo claro de proporcionar aos investidores uma maior segurança sobre os seus recursos. Com isso, as entidades que passassem voluntariamente a adotar medidas de melhores práticas, buscando manter suas credibilidades e conseqüente, seus acionistas, seriam classificadas como as mais confiáveis para os investidores aplicarem seu capital.

A Governança Corporativa segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (1999) pode ser entendida como:

O sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva, no qual sua relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle.

Atualmente a Governança Corporativa vem intensificando o seu espaço conquistado dentro das empresas e se tornando cada vez mais indispensável para agregar valores éticos e morais à instituição frente ao mercado.

Ao ser considerado o principal responsável por desestruturar qualquer espécie de conflito entre agente-principal ocasionado pela assimetria de informação existente entre acionistas, gestores e partes interessadas, a boa governança visa assegurar aos sócios uma maior proteção dos seus respectivos recursos através do fortalecimento e aperfeiçoamento de quatro pilares: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

O trabalho, além de proporcionar ao leitor um estudo sobre a governança, também reflete sobre as finanças corporativas no Brasil, no qual se subdividindo em quatro fases, esclarece a respeito da regulamentação do mercado financeiro brasileiro de ações, priorizando as Leis das S/A (Lei nº 6.404/76) e da CVM (Lei nº 6.385/76), passando em seguida a apresentar os níveis de governança corporativa e suas respectivas diferenças, para na próxima fase demonstrar os direitos que os acionistas minoritários possuem frente às empresas e encerrar comentando sobre a Câmara de Arbitragem, por esta ser considerada uma espécie de tribunal da justiça do mercado financeiro.

Colocando a parte teórica em prática para se confirmar que a governança corporativa pode ser uma atividade bastante rentável as empresas, termino o trabalho apresentando dois cenários envolvendo ativos relacionados a governança corporativa. O primeiro desenvolve um comparativo entre o índice bovespa, classificado como índice base do mercado brasileiro, e o índice de governança corporativa, para se avaliar qual dos dois obtém melhor desempenho no mercado, e no segundo detalho sobre a empresa Banco do Brasil, por esta ser o agente financeiro do governo federal e estar localizada em um setor propenso a ações fraudulentas, aonde busco avaliar os seus indicadores financeiros antes e depois de aderir ao nível máximo de governança corporativa.

## 1.2. Tema e problema

A globalização do mercado financeiro e sua crescente regulação nas últimas décadas criaram um cenário atraente para as empresas participarem, ao proporcioná-las uma maior

facilidade na captação de recursos sem que estas precisassem priorizar o interesse dos acionistas, mas sim pudessem se preocupar em desenvolver a empresa realizando os investimentos necessários de acordo com as suas estratégias e ambições de mercado.

Com a facilidade encontrada em gerar recursos e a falta de transparência das empresas em relação aos seus acionistas, começaram a aparecer diversos escândalos financeiros no mercado, envolvendo grandes empresas, e criando um ambiente de medo para os acionistas, que passaram a especular negativamente em torno da seguridade em aplicar as suas finanças pessoais em empresas pouco interessadas em satisfazê-los.

Procurando reconquistar a confiança dos acionistas, as empresas encontraram no tema “Governança Corporativa” a solução ideal para reduzir a assimetria de informação existente entre acionistas e gestores, visando aumentar a eficiência produtiva da empresa de forma a satisfazer ambas as partes simultaneamente.

Mas será que de fato a governança corporativa consegue gerar um retorno positivo para as empresas? Será que os benefícios ofertados são mesmo um diferencial no mercado? Essas e outras perguntas serão esclarecidas no decorrer deste trabalho.

## 1.3. Objetivos

### 1.3.1. Geral

Apresentar o conceito de governança corporativa demonstrando os seus verdadeiros valores institucionais, expor as regulamentações do mercado financeiro brasileiro de ações e desenvolver um estudo de caso para verificar a eficácia deste segmento e os seus impactos dentro do mercado.

### 1.3.2. Específicos

- Demonstrar a importância da Governança Corporativa para a empresa;
- Expor a regulamentação do mercado financeiro brasileiro de ações
- Analisar, através de um estudo de caso, quais os impactos que a adesão às boas práticas de governança proporcionam ao mercado e a empresa Banco do Brasil.

### 1.3.3. Justificativa

Com o tema Governança Corporativa recebendo destaque no cenário mundial e tornando-se fundamental para que as empresas consigam obter recursos no mercado aberto, dissertarei sobre os valores proporcionados por esta prática, demonstrando ações para a empresa maximizar resultados, minimizar incertezas e consequentemente satisfazer acionistas e gestores. Também procurarei comprovar através do levantamento e cruzamento de dados fornecidos pelo mercado, como que o IGC se comporta frente ao IBOVESPA e qual a forma de relacionamento do Banco do Brasil com os seus acionistas.

## 1.4. Metodologia

A realização deste projeto de pesquisa exigirá uma busca por bibliografias de fontes primárias e secundárias em relação à literatura nacional e internacional, para que seja fundamentado o marco teórico da mesma. Em seguida será realizada uma coleta sobre os dados financeiros expostos pelos ativos no mercado, que agregados aos indicadores financeiros, calculados com base nos dados fornecidos, possibilitarão que seja desenvolvido um quadro comparativo entre os índices da empresa antes e depois de aderir a governança

corporativa com o propósito de esclarecer o quão impactante as boas práticas podem vir a ser para esta mesma.

As informações e os números referentes a este trabalho serão coletados frente aos seguintes ativos:

- a) IGC – Índice de Governança Corporativa
- b) IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
- c) BBAS3 – Banco do Brasil

Para calcular os indicadores financeiros dos estudos de caso, será utilizada a ferramenta do Microsoft Excel® 2007. Através deste programa, se coletará os resultados de Beta, Volatilidade e Rentabilidade Acumulada para o primeiro cenário do trabalho, no qual todos os dados serão ajustados ao mercado e o indicador de volatilidade será baseado no comparativo entre os coeficientes de variância dos índices. Para estudar o segundo cenário, além do cálculo destes indicadores, será acrescentado o cálculo da lucratividade do ativo, dos dividendos distribuídos, do P/VPA, LPA, P/L, entre outros indicadores financeiros, e serão considerados também os dados encontrados no setor de “Relações com Investidores” do Banco do Brasil, no qual este possibilitará o acesso a itens necessários para se calcular a liquidez do ativo, como quantidade de acionistas, média de papéis negociados, datas de ofertas públicas, payout, cotação, et al.

Este projeto tem como pretensão convidar as empresas, independente o seu tamanho de mercado, a aderirem voluntariamente às boas práticas de governança corporativa, auxiliando-as a ampliarem os seus valores institucionais satisfazendo todos aqueles que se vêm envolvidos com a empresa em questão. Além disso, o projeto busca demonstrar que a governança corporativa não é apenas uma despesa a mais para a empresa, mas sim uma prática viável que tende a gerar retornos cada vez mais positivos e impactantes.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa nasce em virtude dos princípios empresariais éticos e morais, se estabelecendo como um movimento que visa proteger os acionistas, especialmente os minoritários, de abusos dos executivos, preponderantemente nas decisões estratégica da diretoria da organização. Seu sistema ao ser capaz de valorizar uma companhia aberta, a partir da melhoria do modelo de gestão e da valorização da relação entre os acionistas e a diretoria executiva, se espelha principalmente nas definições elaboradas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e pela Comissão de Valores Mobiliários priorizando a idéia de que:

Governança Corporativa é o sistema no qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (IBGC, 2005)

Conforme o IBGC (2005) os quatro princípios básicos de Governança Corporativa são:

**Transparência:** A empresa além da obrigação de informar precisa desejar disponibilizar para as partes interessadas todas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.

**Equidade:** A entidade deve tratar de forma justa e igual todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias são inaceitáveis.

**Prestação de Contas (*Accountability*):** Os agentes devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

**Responsabilidade Corporativa (*Compliance*):** Os agentes devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Segundo a CVM (2002), classificada como autarquia que regulamenta e fiscaliza o mercado:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve principalmente transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

De acordo com ambas as definições e procurando alinhar os objetivos estratégicos entre todas as partes interessadas para acabar com o conflito de ideias, as boas práticas de governança, se utilizadas corretamente, podem acarretar no aumento de valor para a sociedade ao gerar uma perspectiva de melhor administração dos negócios no sentido que haverá uma maior garantia de que as decisões serão tomadas conforme o interesse de todos os acionistas, uma vez que estas práticas estão sendo proporcionadas inteiramente pelas empresas de forma voluntária.

## 2.1. Ética Empresarial

Segundo a Ética (2011), “o sucesso da empresa depende das pessoas que a compõe, pois são elas que transformam os objetivos, metas, projetos e até mesmo a ética em realidade”. Assumindo a responsabilidade de garantir que seja cumprido de forma justa o interesse de todos os agentes ligados direta e indiretamente a empresa, a ética empresarial surge no campo da governança corporativa como sendo um valor da organização capaz de assegurar a sua sobrevivência, sua reputação e, conseqüentemente, seus bons resultados.

Sua origem se dá através da integração dos princípios éticos e morais na empresa, no qual o primeiro se define como sendo a filosofia que estuda a conduta humana e o segundo como sendo a qualidade desta conduta, quando se julga do ponto de vista do Bem e do Mal.

A ética empresarial para Machado (2007):

Refere-se a padrões e princípios que orientam o comportamento e as relações no universo das empresas e de seus negócios. [...] cabe esclarecer que o certo ou o errado, o justo ou o injusto, o bem ou o mal no contexto empresarial são avaliados pelos clientes, investidores, parceiros, fornecedores, funcionários e pelo sistema jurídico ao qual estão atreladas as empresas.

Segundo Jordão (2010), esta prática só será cumprida quando os agentes compreenderem que:

Ser ético nada mais é do que agir direito, proceder bem, sem prejudicar os outros. É ser altruísta, é estar tranquilo com a consciência pessoal. É também agir de acordo com os valores morais de uma determinada sociedade.

Arquitetada com o propósito de regulamentar eticamente e moralmente o ambiente de trabalho, a ética empresarial procura elevar a visibilidade das empresas que exercem suas atividades, em benefício da sociedade, seguindo princípios éticos com completa transparência no dia a dia dos seus negócios, ao mesmo tempo em que busca colocar de lado todas aquelas empresas que atuam de forma antiética tirando proveito dos clientes, por lhes causar prejuízo, não os informando claramente sobre suas reais estratégias traçadas em virtude de maiores lucros.

## 2.2. Código de Ética

Almejando ofertar um diferencial importante para alavancar o crescimento e a imagem do negócio, as corporações precisam, de acordo com Ely (2011), “implantar seus códigos de atuação ética estabelecendo diretrizes claras junto aos seus colaboradores de como querem proceder em relação aos fornecedores, clientes, governo, imprensa, meio-ambiente, parceiros internos, acionistas, ONGs e legislação”, se conscientizando de que mudanças profundas devem ser realizadas na cultura interna da empresa, substituindo antigos vícios e costumes por novas práticas saudáveis de caráter ético, e de que esta prática não significa ser conduzida apenas em momentos oportunos, mas sim diariamente de forma integral.

Ely (2011) também enfatiza que é extremamente importante que o instrumento da boa conduta ética seja bem elaborado, simples e de fácil compreensão por todos dentro da organização para que não haja imperfeições no seu cumprimento passíveis de colocar em risco a sua credibilidade.

Com os clientes se conscientizando cada vez mais sobre os seus direitos e obtendo com maior facilidade acesso as informações que lhes interesse, o Código de ética empresarial

necessita, dentro da entidade, que seguir passos muito bem projetados na busca pelo sucesso de sua confiabilidade. Ao prevenir que seus agentes cometam eventuais deslizes por exigir que estes assumam conhecimento sobre o código, a empresa que os possui, eleva o grau de confiança frente aos investidores por partir do pressuposto de que seus funcionários agem da seguinte forma:

- 1) Entendendo a verdadeira importância da relação entre ética e os negócios;
- 2) Se envolvendo gradualmente com o tema para criar um comprometimento verdadeiro;
- 3) Avaliando e atualizando periodicamente o Código de ética;
- 4) Tornando pública a sua prática;
- 5) Punindo aqueles que venham a descumpri-lo.

Tais medidas são estipuladas e vistas como cruciais pela empresa acreditar que é determinante para a sua imagem a existência de uma espécie de comprometimento do indivíduo para com o seu código de ética proposto, pois conforme esclarece Goldenberg (2009):

Por mais que empresas, associações, entidades, etc. preguem a ética, não há como ela existir sem o engajamento das pessoas. As organizações não têm alma. E cabe então a cada cidadão fazer a sua parte: exercer a ética em toda sua plenitude, na vida privada e na vida pública, e cobrar o mesmo comportamento de todos. Somente assim teremos uma sociedade mais justa e mais próspera.

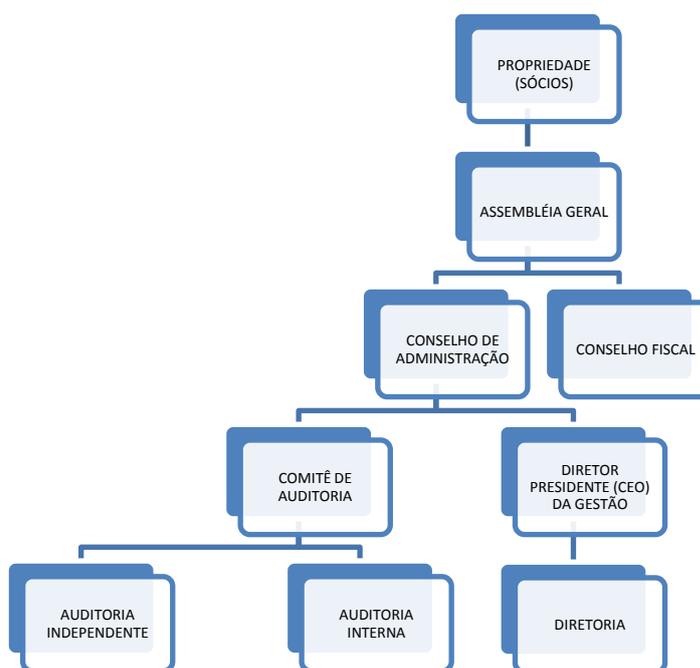
### 2.3. Código de Melhores Práticas – IBGC 2010

Atualizado para a quarta edição, desde o seu primeiro lançamento em 1999, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC necessita ser revisado constantemente devido às inúmeras mudanças que ocorrem no ambiente organizacional brasileiro, como o aumento de novas empresas abrindo o seu capital na bolsa, o surgimento de

fusões e aquisições realizadas por grandes companhias, contratemplos empresariais, possíveis crises econômicas mundiais, entre outros, para poderem reforçar as melhores práticas as adaptando às novas demandas e à nova realidade do mercado. Sua reestruturação frequente procura contribuir para que os sistemas de governança nas organizações obtenham melhor desempenho, longevidade e proporcionem ao país um cenário econômico mais sólido, justo, responsável e transparente.

Sendo aplicado a qualquer tipo de organização, independente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle, o Código se constitui em cinco capítulos referentes às práticas e recomendações específicas aos órgãos do sistema de governança, e um capítulo tratando a respeito dos padrões, condutas, conflitos e interesses aplicáveis aos agentes. Os seis capítulos são intitulados como: Propriedade (Sócios), Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e, Conduta e Conflito de Interesses.

### Sistema Ideal de Governança Corporativa



#### 2.3.1. Propriedade (Sócios)

Cada sócio é considerado um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social da empresa, e é este quadro de sócios que compõe a Assembleia Geral, vista como órgão soberano da organização, a que compete:

- Aumentar ou reduzir o capital social e reformar o Estatuto Social;
- Eleger ou destituir, a qualquer tempo, conselheiros tanto de administração como fiscais;
- Tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras;
- Deliberar sobre transformações, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação da sociedade;
- Deliberar sobre a avaliação de bens que venham a integralizar o capital social;
- Aprovar a remuneração dos administradores

É recomendável que o direito a voto seja assegurado a todos os sócios na magnitude de um voto por ação ou quota, favorecendo o alinhamento de interesses entre todos os sócios.

Interpretada pela linguagem popular:

O acionista é um sócio capitalista que participa na gestão da sociedade na mesma medida em que detém capital da mesma, tendo por isso, direitos de voto proporcionais à quantidade de ações que possui. [...] Porém grande número de acionistas não participam necessariamente na gestão da empresa, cujo único interesse é exclusivamente o de receber uma retribuição em forma de dividendo em troca do seu investimento.

### 2.3.2. Conselho de Administração

O Conselho de Administração (CA) ao ser o representante legal dos sócios na empresa deve procurar ao máximo mesclar o perfil dos seus integrantes de acordo com a diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento, sua composição deve focar entre cinco e onze conselheiros.

Conforme o código, ele deve obrigatoriamente estabelecer estratégias para proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*Shareholders* e *Stakeholders*), de modo que cada um receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposto.

É o grande responsável por apoiar e supervisionar a gestão da organização com relação aos negócios, aos riscos e pessoas, sendo também o encarregado de eleger e destituir o principal executivo da gestão, assim como o de criar comitês para aprofundar estudos sobre situações em determinadas áreas. Não deve interferir em assuntos operacionais, mas deve ter a

liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, quando necessário.

O Conselho por fim deve prestar contas aos sócios, incluindo um parecer sobre o relatório da Administração e as demonstrações financeiras, além de propor, para deliberação da assembleia a remuneração anual dos administradores, sempre vinculada a um processo de avaliação dos órgãos e de seus integrantes.

Resumidamente Lodi (2000, apud Alberton; Jesus, 2007) conclui que “a missão do conselho de administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento.”

### 2.3.3. Gestão

O Diretor-Presidente (CEO) ideal para gerenciar a empresa precisa ser dono de uma política transparente e saber se relacionar com as partes interessadas. Não é aconselhável que o gestor durante o tempo em que preside seja membro do Conselho de Administração, caso ele venha a ocupar a presidência em ambos os conselhos, se deve criar o cargo de conselheiro líder capacitado a decidir, em nome do presidente do CA, sobre os assuntos em que houver conflito de interesses.

Ao ser responsável pela gestão da organização e coordenação da diretoria, cabe ao CEO nomear os diretores e atuar como elo entre a Diretoria e CA. É também o encarregado principal pela execução das diretrizes fixadas pelo CA e deve prestar contas a este órgão. Seu dever de lealdade é para com a organização.

Na gestão, cada um dos diretores é pessoalmente responsável por suas atribuições em processos operacionais e financeiros, devendo prestar contas ao CEO e, sempre que solicitado, ao CA, aos sócios e demais envolvidos, com a anuência do CEO.

O conceito de segregação de funções deve permear todos os processos.

Por esses motivos Brandão (2008) alega ser “interessante que o gestor tenha total apoio do CA para melhorar sua atividade de gestão em geral”.

### 2.3.4. Auditoria Independente

É extremamente importante que o auditor assegure sua total independência em relação à organização, e que ambos sustentem um relacionamento restritamente profissional.

Attie (1998, apud ALBERTON; JESUS, 2007) ilustra auditoria como sendo “uma especialização contábil voltada a testar a eficiência e eficácia do controle patrimonial implantado com o objetivo de expressar uma opinião sobre determinado dado”.

Partindo deste contexto, o código prevê que toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo e independente, no qual sua atribuição básica se dá em verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade.

Como parte inerente ao trabalho dos auditores independentes, inclui-se a revisão e a avaliação dos controles internos, gestão e auditoria interna, da organização. Esta tarefa deve resultar num relatório específico de recomendações sobre melhoria e aperfeiçoamento dos controles internos. Se necessário, a organização pode também contratar outros serviços de auditoria externa independente para informações não financeiras que considerem relevantes.

### 2.3.5. Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal, classificado como órgão independente, é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras. Conforme o estatuto, o conselho pode ser permanente ou não, e quando existir, seus membros devem ser eleitos na sua maioria por sócios não controladores focando ao máximo a diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento.

Funcionando como órgão regulador, seus conselheiros possuem poder de atuação individual, podendo usar sempre que necessário do direito de fazer consultas a profissionais externos como advogados, auditores, especialistas em impostos, recursos humanos, entre outros, pagos pela organização para obter subsídios em matérias de relevância. Dentre suas principais funções segundo a CVM estão:

- 1) Fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- 2) Opinar sobre o relatório anual da Administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da Assembleia Geral;
- 3) Opinar sobre as propostas dos órgãos da Administração, a serem submetidas à Assembleia Geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão.
- 4) Denunciar aos órgãos de Administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembleia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrir, além de sugerir providências úteis à companhia;
- 5) Analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
- 6) Examinar e opinar sobre as demonstrações financeiras do exercício social.

A legislação brasileira oferece a figura do conselho fiscal, que é irmão do conselho de administração. [...] o conselho fiscal tem o papel de monitorar as atividades da administração. Ambos os conselhos prestam contas para os acionistas, ou seja, para quem os nomeou. (BRANDÃO, 2008)

### 2.3.6. Código de Conduta e Conflitos de Interesses

Desejando demonstrar aos sócios, administradores, gestores, conselheiros, governo, sociedade e demais interessados, que se pode construir um ambiente agradável, de forma justa, transparente, capaz de proporcionar harmonia, crescimento e desenvolvimento a todas as partes, com responsabilidades e deveres, e também procurando solucionar os possíveis entraves que possam vir a ocorrer devido a determinadas práticas e condutas de indivíduos mal intencionados, este sexto capítulo do código de melhores praticas do IBGC foge do contexto natural ao não abordar sobre os pilares do sistema corporativo, mas sim, por se subdividir em sete pequenos tópicos, listados abaixo, e relacionados à adequada conduta profissional e conflito de interesses.

- 1) Código de Conduta: Explicar aos funcionários e administradores as políticas, princípios, responsabilidades sociais e ambientais da organização;
- 2) Conflito de Interesses: O agente ao não ser independente sobre determinado assunto, deve afastar-se, por poder influenciar sua decisão contra os traçados pela empresa;

- 3) Informações privilegiadas (*insider information*): Proibido utiliza-las para fins pessoais por ser uma violação aos princípios básicos da equidade;
- 4) Política de negociação de ações: A Empresa deve monitorar seus agentes ligados direta e indiretamente para que estes não utilizem de suas posições para operarem no mercado financeiro;
- 5) Política de divulgação de informações: A Transparência nas informações deve ir além da responsabilidade de divulgar apenas o que é exigido por lei;
- 6) Política sobre contribuições e doações: Deve agregar valor a instituição;
- 7) Política de combate a atos ilícitos: Prevenção e Combate

Prezando pela criação de valor aos agentes da empresa, ensinando-os sobre as políticas, princípios, responsabilidades sociais e ambientais da organização, assim como procurando prevenir situações que possam vir a gerar conflito de interesses, com o agente utilizando informações privilegiadas para finalidades diferentes das traçadas pela empresa, este capítulo procura fornecer meios para combatê-los em prol da sociedade ao todo.

## 2.4. Transparência no Mercado

Conquistando o mercado financeiro ao possibilitar que os investidores possam entrar nas empresas a fim de conhecê-las melhor, antes de aplicarem nelas os seus recursos, o termo governança corporativa esta se tornando assunto de pauta cada vez mais constante na vida de empresários e acadêmicos por se tratar de um tema que vem sendo estudado como um dos principais meios estratégicos encontrados pelo mercado nos últimos anos capazes de induzir as empresas a atuarem voluntariamente com ampla transparência sobre as suas atividades, princípios e condutas a fim de captarem maiores quantias de recursos e valorizarem ainda mais os seus patrimônios.

Segundo o IBGC (2004), essa transparência que discorremos deve abranger “toda informação que impacta nos negócios da companhia, especialmente qualquer que possa influenciar decisões de investimento, devendo ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados, de forma que possam avaliar por si mesmos, todos os dados necessários para a verificação do efetivo preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Dentro deste contexto Lanzana (2004), qualifica “o termo transparência como sendo uma forma importante para os gestores da empresa de se comunicarem com acionistas,

mercado e a sociedade.” No qual através desse recurso, se pode ter uma diminuição na assimetria das informações, pois, conforme cita Buschman et al (2001), transparência nesse caso é “disponibilizar informações relevantes e confiáveis sobre a empresa, seu desempenho, sua situação financeira, seus investimentos, sua governança, seus valores e até mesmo seus riscos, nos quais a instituição está disposta.”

Adotando critérios mais rigorosos de transparência, a companhia tende a afastar os *insiders*, protegendo os demais acionistas. Segundo Requião (2003), “as demonstrações financeiras devem retratar a real situação econômico-financeira da companhia, para poder informar corretamente seus próprios órgãos, acionistas, credores e ao público em geral”.

Procurando se aproximar dos acionistas mostrando práticas diferenciadas de transparência que as possibilitem almejar posições de destaque no mercado, as empresas ao aceitarem cooperar de forma voluntária com as práticas de governança acabam refletindo na crença de que é possível reforçar as boas governanças nas empresas sem precisar impor-las através de legislação na iniciativa empresarial, poupando-as de causarem certo desconforto entre seus agentes caso fossem implantadas autoritariamente de forma involuntária, fato que poderia resultar no aparecimento de conflitos entre partes que não enxergando vantagem em aderir-las acabariam as colocando de lado, não as utilizando e decorrendo em perdas efetivas para a imagem da empresa.

## 2.5. Conflito Agente - Principal

Antes da existência das práticas de Governança Corporativa, as empresas predominantes no cenário econômico mundial eram conhecidas como empresas-família, que possuindo o poder de sócio majoritário, controlador principal, e sempre que necessário, tendo a liberdade para transferi-los de geração em geração, acabavam possibilitando que fosse honrada e mantida a continuidade nos interesses e objetivos traçados pelas famílias, que nem sempre realizando gastos associados à criação de valor aos acionistas, se preocupavam em prestar contas ou em informar sobre as suas decisões estratégicas para as demais partes interessadas, cabendo aos sócios minoritários apenas a opção de se desfazer do papel caso estivessem descontentes. ‘

De acordo com Cutlip e Center (1952, apud NAKAO; NARDI, 2006, p.2): “Entre os séculos XIX e XXI sabe-se que as empresas partiam da premissa de que quanto menos informações fossem repassadas ao público, melhor seriam os seus resultados operacionais e de rentabilidade.”

Porém, em meados da década de 80, estas mesmas empresas-famílias tiveram que começar a rever as suas estratégias autoritárias de mercado quase nada transparentes com os investidores ao desejarem assegurar o capital nelas investido, ou então atrair outros novos, pois com o avanço do processo de globalização interligando empresas e investidores de todo o mundo, com o progresso das privatizações aumentando o grau de competitividade das empresas e com o crescimento das profissionalizações distribuindo agentes especializados em determinadas funções-chave para se otimizar o desempenho das empresas, os novos investidores passaram a elevar o grau de exigência, priorizando aplicar os seus recursos somente nas empresas que lhes trouxessem confiança ao serem detentoras de boas imagens, atuarem de forma transparente e apresentarem um quadro de gestores capacitados e interessados em satisfazê-los, ou seja, procurando por empresas que lhes valorizassem agindo conforme sugere as boas condutas éticas empresariais.

Com a globalização e os demais fatores aumentando gradualmente a quantidade de exigências dos novos investidores interessados em empresas que apresentem um maior profissionalismo ético frente ao mercado, a governança corporativa pôde se deparar com o chamado conflito de agencia, decorrente de informações privilegiadas, ao propor que deva existir uma real separação na gestão da empresa entre a participação acionária e os seus gestores, por acreditar que é a partir da profissionalização da gestão dos negócios que as empresas conseguirão obter os seus melhores rendimentos.

O modelo básico da teoria do Conflito de Agencia, refém da assimetria de informação, considera a existência de dois atores, o principal e o agente, se relacionando por meio das transações aonde o retorno do principal depende da ação do agente ou de uma informação que é de prioridade exclusiva deste, que ao ser mal alocado pelo principal (seleção adversa), acaba as utilizando para benefício próprio e não em prol do principal (risco moral).

Sendo verificado em duas ocasiões, o Conflito de Agencia pode ser vertical ou horizontal, no qual o primeiro ocorre no momento em que o proprietário (principal) delega os seus poderes a um executivo (agente) capacitado para que este, em nome da empresa, possa tomar as decisões cabíveis conforme os seus conhecimentos que por vezes se tornam contrárias ao bom senso e interesse dos proprietários e demais “*stakeholders*”, uma vez em

que detendo posição privilegiada na empresa as suas prioridades ao invés de continuar focando na geração de retorno aos acionistas, passam a ser de criar gastos pessoais excessivos, salários elevados, transferências inadequadas de recursos a outras empresas, entre outros, e o segundo acontece quando a empresa possui algum sócio que controla (agente), ou grupo controlador, presente na gestão, e que este ao presenciar algum desalinhamento de interesses na mesma pode modifica-la sem precisar consultar os milhares de acionistas (principal), criando o conflito entre sócios majoritários e minoritários no qual os majoritários podem se aproveitar de sua situação de controle da empresa para expropriar os minoritários.

Tais práticas segundo Thompson Jr e Formby (1998) ocorrem “quando o agente possui mais informações e conhecimento do que o principal e usa a sua posição para alcançar um resultado que lhe beneficia à custa do mesmo”, pois conforme esclarece Magalhães (2007), “como ambos desejam maximizar suas utilidades pessoais, é razoável afirmar que seus interesses possam ser divergentes e que, por isso, eles passem a atuar com vista a objetivos não coincidentes.”

Magalhães (2007) se aprofunda mais argumentando que:

Se para os acionistas da companhia a prioridade é a obtenção de lucros e dividendos cada vez maiores e a valorização da empresa mediante a elevação de seu valor intrínseco, para os administradores, a prioridade poderá ser a busca de seus interesses de progresso pessoal, como manutenção do emprego, promoções, melhores salários, dentre outros.

Apesar de os acionistas poderem, a qualquer momento, exercerem o seu poder e substituírem os administradores ou vetarem algumas de suas pretensões, eles não podem negar aos administradores o direito legal de representar a companhia, de tal forma que os acionistas não consigam efetivamente ditar as regras de conduta do cotidiano corporativo.

Buscando alternativas para contrapor-se às decisões ilhadas dos executivos, tanto de seleção adversa quanto de risco moral, sem precisar abrir qualquer tipo de processo administrativo para substituírem o quadro de gestores, o IBGC sugere que a “preocupação da governança corporativa deva ser em criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com os interesses dos acionistas”.

Conforme ressaltado por SCHLEIFER e VISHNY (1997), não há dúvidas de que os gestores realmente têm o poder residual de decisão, mas tem de haver limites a esse poder, e é exatamente desses limites que trata a governança corporativa.

A boa governança corporativa segundo o IBGC (2003) proporciona aos proprietários a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são os Conselhos de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

## 2.6. Origem da Governança Corporativa

Partindo do pressuposto de que as empresas devem ser mais acessíveis aos seus acionistas, também conhecidos como investidores, o conceito sobre Governança Corporativa passa a existir efetivamente a partir da década de 90, nos Estados Unidos e na Inglaterra, e a se espalhar nos anos que seguem pelo resto do mundo, focando especialmente a criação de diretrizes para as empresas aprimorarem a sua imagem, transparência e gerenciamento, tal como procurando alinhar os interesses entre acionistas (*Shareholders*), conselheiros, gestores e demais partes interessadas (*Stakeholders*) a fim de eliminar qualquer forma de dependência existente entre os agentes em virtude da assimetria de informação.

Para obter sucesso com essas vertentes, as boas práticas de governança se basearam conforme as ideias expostas pelo tripé firmado entre o fundo LENS, o relatório Cadbury e os princípios da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), no qual após presenciarem uma série de escândalos financeiros seriam filtrados e readaptados ao mercado através da criação da lei Sarbanes-Oxley.

### Fundo LENS – (Inglaterra, 1992)

Fundado pelo acionista ativista Robert Monks, o Fundo visa implantar um novo modelo de gestão empresarial na busca por melhores resultados e na consolidação de maior valor para a empresa. O modelo propunha alguns princípios básicos de eficácia, como a atuação dos acionistas no monitoramento e na análise do desempenho da empresa, assim como no compromisso com a ética e na geração de riquezas tanto para a empresa quanto para a comunidade em que atuam.

### Relatório de Cadbury - (Estados Unidos, 1992)

O código de práticas recomendáveis pelo Conselho de Cadbury é citado como referência na constituição e estruturação do Conselho de Administração, bem como, da separação deste da Diretoria Executiva (diretores e auditores) e, nas diretrizes básicas para alocação da administração geral da empresa no Conselho de Administração.

#### Princípios de GC da OCDE – (Países-membros europeu, 1998)

O Conselho da OCDE estabelece que a Governança Corporativa deva proteger os direitos dos acionistas tratando-os igualmente independentemente de serem minoritários, majoritários, nacionais ou estrangeiros; que as informações devem ser disponíveis e transparentes; divulgando-se oportunamente os fatos relevantes e, que o Conselho de Administração deva ter sua atuação e responsabilidade bem definidas.

Ao abordarem o mesmo tema apresentando visões diferentes, os três códigos sobre Governança Corporativa acabam se complementando e possibilitando o desenvolvimento daquele que seria o pensamento central da futura Lei Sarbanes-Oxley, pois conforme menciona o Fundo LENS, os acionistas precisam se tornar mais ativistas, se impondo dentro da empresa de forma ética e procurando apresentar soluções que elevem o desempenho da mesma tanto financeiramente como ambientalmente, fato este que de acordo com o Relatório de Cadbury deve ser trabalhado com os acionistas, digam-se de passagem proprietários, elaborando um conselho administrativo que mantenha o controle total e efetivo sobre a companhia, eliminando assim qualquer possibilidade de um indivíduo dispor de plenos poderes de decisão, e que acrescentados os Princípios de GC da OCDE, devem enfatizar que se faça necessário o cumprimento dos direitos de todos os acionistas como sendo de forma igualitária, independente da sua posição acionária, hereditária, de raça e demais fatores, assim como no de ser preciso transparecer os fatos relevantes e balanços financeiros das empresas.

## 2.7. Escândalos Financeiros

Com o passar dos anos as boas práticas de Governança aumentaram significamente o seu grau de relevância no contexto econômico mundial e passaram a serem vistas pelas empresas como essenciais para a captação de novos recursos no mercado financeiro por, em teoria, assegurarem aos investidores maiores garantias sobre as suas respectivas alocações de

capital. Porém a história na prática não foi bem parecida com aquela definida em teoria pelos especialistas por eles não terem se dado conta de que o mercado havia mudado no decorrer dos últimos dez anos, com os acionistas esquecendo os rendimentos em longo prazo e focando apenas os lucros em curto prazo e que, junto a ele, as práticas de governança começaram a se defasar, apresentando falhas para ações fraudulentas, conforme as novas atividades estratégicas financeiras surgiam no mundo empresarial.

Os princípios são de natureza evolutiva e devem ser revistos sempre que houver mudanças significativas. Para se manter competitivas num mundo em transformação, as empresas precisam inovar e adaptar suas práticas de Governança Corporativa para atender as novas exigências e aproveitar as novas oportunidades. (OCDE, 2004)

O mercado não sendo composto na sua grande maioria por pessoas corretas e capazes de agregar valor ao sistema, mas sim sendo formado por indivíduos que minuciosamente trabalham nos bastidores defendendo o interesse de pequenos grupos mesmo que se mostrando em público como sendo defensores das boas práticas em prol da sociedade ao todo, ao conseguirem levantar informações valiosas, que lhes possibilitem encontrar brechas no sistema, não as tornando públicas, e sim, as fazendo prevalecer com o propósito de alavancarem os seus patrimônios pessoais.

Estes seletos gestores começaram a manipular o mercado realizando operações antiéticas e muitas vezes ilegais, maquiando os balanços financeiros para fazerem as empresas sempre parecerem lucrativas, possibilitando com isso que os fraudadores conseguissem construir carteiras financeiras glorificadas e elevassem os seus salários dentro das empresas, em virtude apenas de precisarem apresentar “lucros” aos investidores no fechamento do balanço, sem terem que comprovar tais realizações por estarem convictos de que os acionistas continuariam com os seus recursos aplicados nas empresas uma vez que estas geravam “excelentes” retornos.

A facilidade encontrada pelos pequenos grupos de gestores em fraudar resultados financeiros se comprovaria após a crescente onda de escândalos financeiros, que provocados por gestores mal-intencionados, acabaram resultando na falência de empresas multinacionais, como a Enron, WorldCom e a Parmalat, causando inúmeros prejuízos aos seu milhares de acionistas e funcionários, e conseqüentemente criando um cenário de medo e incerteza para os investidores que estavam cem por cento convictos de que jamais sofreriam perdas financeiros de tamanha profundidade.

O mercado balançava negativamente com os pedidos de concordata por parte das empresas e custava a entender o como uma empresa apresentando seguidos balanços positivos, apareceria no balanço seguinte com uma imensa dívida decretando falência, e para isso começaram a instaurar auditorias supremas com o propósito de investigar a fundo todos os passos tomados pelas empresas até as suas respectivas quebras. E foi a partir das análises feitas em cada empresa, que se desvendaram esquemas fraudulentos aplicados pelos gestores pertencentes da alta cúpula, que se beneficiando de informações privilegiadas, conseguiam simular eventuais valorizações das mesmas frente ao mercado, maquiando os seus balanços contábeis e conseqüentemente sobrevalorizando o preço de mercado das suas ações ao atraírem novos investidores com a falsa imagem de lucratividade apresentada pela empresa.

### 2.7.1. Caso ENRON (2001)

Dentre todos, o destaque principal é para o caso da ENRON que foi considerado o maior escândalo financeiro americano da história pelo fato da empresa auxiliada por uma das mais conceituadas auditorias do mundo, a Arthur Anderson, entrar com pedido de concordata em dezembro de 2001, demitindo os mais de 21mil funcionários e causando um prejuízo de US\$ bilhões entre os seus acionistas minoritários, que viram suas ações despencarem em menos de um ano, de US\$86,00 para meros centavos, assim como ocorrera com todas as demais empresas e bancos que possuíam negócios pendentes com a Enron.

Segundo a Ética (2002) a empresa atuava manipulando os seus resultados de forma a aumentar os preços de suas ações nas bolsas de valores, criando lucros fictícios ao supervalorizar os seus ativos, sobretudo os adquiridos fora dos Estados Unidos.

Obringer (2006) alega que as práticas dessa fraude teriam se intensificado a partir:

De um método contábil conhecido como "mark to market". [...] permitindo a ENRON contar ganhos projetados de contratos de energia a longo prazo como receita corrente [...] aumentando os números de rendimento, manipulando as projeções para rendimentos futuros. [...] A ENRON também formou empresas (LJM, LJM2 e outras) para movimentar débitos para fora de seus balanços e transferir riscos para seus outros negócios.

Conforme A Ética (20--) a ENRON procurava ocultar as suas dívidas e prejuízos, os colocando em entidades constituídas nos paraísos fiscais com o propósito de não as incluírem nas demonstrações financeiras da empresa.

Acabando assim por resumir o cenário fraudulento da ENRON que pode vir a ser explicado com os gestores procurando inflacionar os valores dos seus ativos e lucros ao contabilizarem os lançamentos de caixa futuro da empresa em receitas correntes, com eles também adquirindo empresas localizadas nos paraísos fiscais para esconderem eventuais dívidas e prejuízos que a empresa carregava consigo a fim de conseguirem ofertar no mercado a imagem de uma empresa lucrativa focada em atrair novos investidores e elevar cada vez mais o preço das suas ações.

### 2.7.2. Caso WORLDCOM (2002)

Outro caso um pouco menos escandaloso que o da ENRON, mas que também teve repercussão mundial proporcionando fortes prejuízos aos seus acionistas e funcionários, foi o golpe aplicado pelos gestores da WORLDCOM que conforme Obringer (2005) explica, se baseava em:

Reduzir o montante de dinheiro que possuía em reserva (para cobrir as dívidas e obrigações) em US\$ 2,8 bilhões e colocar este dinheiro em uma linha de rendimento em sua declaração financeira. [...] e classificar as despesas operacionais como capitais de investimento de longo período. Esconder estas despesas lhe garantiu conseguir mais US\$ 3,8 bilhões. Estas posses re-classificadas eram na verdade custos que a WORLDCOM pagou para alugar linhas de redes telefônicas de outras empresas para acessar suas redes. Eles também adicionaram uma entrada diária de US\$ 500 milhões em despesas com computador, porém os documentos que mostravam isso nunca foram encontrados. Estas mudanças transformaram as perdas da WORLDCOM em lucros de US\$ 1,3 bilhões em 2001, fazendo-a parecer bem mais valiosa.

Em outras palavras, a WORLDCOM ocultava os prejuízos inflacionando as suas receitas com falsos lançamentos contábeis e capitalizando na folha de balanços as despesas com “Custos de Linha” ao invés de contabiliza-las corretamente como despesas, proporcionando assim, para os investidores, uma irreal sensação de valorização da empresa.

O aparecimento de inúmeros escândalos financeiros impactantes no cenário econômico mundial, como estes citados acima, elevaram o nível de descrença por parte dos investidores com o mercado, que bastante desacreditados passaram a necessitar por maiores garantias de credibilidade da empresa em relação às suas boas práticas de governança para quem sabe conseguirem superar as suas desconfianças do mercado e posteriormente retornarem com os respectivos investimentos no ramo.

## 2.8. Lei Sarbanes-Oxley

Procurando, conforme Santos (200-), “recuperar a credibilidade do mercado de capitais, evitando a incidência de novos erros, como os que contribuíram para a quebra de grandes empresas” e motivados em combater essa insegurança predominante no mercado, reduzindo o real risco de esvaziamento financeiro dos investimentos e a possível fuga dos investidores, foi criada nos Estados Unidos em 30 de julho de 2002 e assinada pelo senador democrata americano Paul Sarbanes e pelo deputado republicano americano Michael Oxley a Lei Sarbanes-Oxley, denominada Lei SOX.

A Lei SOX foi criada com o objetivo de aprimorar e garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações, de modo a diminuir riscos aos negócios, evitando a ocorrência de fraudes ou assegurando que haja meios de identificá-las quando vierem a ocorrer, garantindo assim, credibilidade para a gestão das empresas. Seu foco se volta principalmente em promover a boa governança corporativa e práticas de negócio, aumentar a independência do auditor externo, obrigar a existência de um Comitê de Auditoria Independente, definir o papel de crítica do controle interno através de certificações e declarações, dar transparência nos relatórios e nas informações aos acionistas e restringir os trabalhos non-audit pelo auditor externo.

Conforme Machado (apud SANTOS, 2004) a Lei Sarbanes-Oxley é “um pacote de reformas dedicado a ampliar a responsabilidade dos executivos, aumentar a transparência, assegurar mais independência ao trabalho dos auditores, introduzir novas regras aos trabalhos desses profissionais e reduzir os conflitos de interesses que envolvem analistas de

investimentos. Esta lei amplia também substancialmente as penalidades associadas às fraudes e crimes de colarinho branco”, Santos (200-) também ressalta que “a referida lei apresenta um elevado grau de abrangência que envolve desde o presidente e a diretoria da empresa, até as firmas de auditoria e os advogados contratados. Além disso, ela estabelece severas exigências quanto a análise e divulgação das informações financeiras das companhias de capital aberto”

Os quatro princípios da Lei de acordo com Neto (20--):

- 1) Conformidade legal e ética;
- 2) Adequada administração e prestação responsável de contas
- 3) Adequada transparência e veracidade
- 4) Senso de propósito e de justiça

Partindo destes princípios e procurando comprovar a sua eficácia, a Lei Sarbanes-Oxley se estrutura em 11 títulos e 69 seções, com cada título abordando um tema específico, e todos procurando determinar que tanto Presidente quanto Diretores estejam conscientes a respeito do controle interno da empresa.

Das diversas seções as que mais se destacam são as seções 302 e 404 por estarem diretamente relacionadas a contabilidade e ao controle interno da empresa, cuja a primeira estabelece que o presidente e o diretor financeiro devem assumir pessoalmente a responsabilidade pela autenticidade das demonstrações financeiras, se responsabilizando pelo estabelecimento e mantimento do controle interno da empresa, e a segunda determina uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para emissão de relatórios financeiros e além disso, o auditor independente da companhia deve emitir um relatório distinto, que ateste a asserção da administração sobre a eficiência dos controles internos e dos procedimentos executados para a emissão dos relatórios financeiros. Outra seção que merece destaque é a 101 por criar o Conselho de Auditores de Companhias Abertas encarregado de supervisionar os processos de auditoria das empresas sujeitas a Lei Sox.

Ao exigir que a sua aplicabilidade seja obrigatória em todas as empresas detentoras de ações registradas na SEC (*Securities and Exchange Comission*, órgão americano similar a CVM), incluindo as empresas estrangeiras que possuem programas de ADRs (*American Depositary Receipts*), do nível 2 ou 3, nas bolsas de valores dos EUA, o mercado norte americano acaba conseguindo transformar os princípios de uma boa governança corporativa

em leis evitando assim o surgimento de novas fraudes e facilitando as empresas a reconquistarem a confiança dos investidores.

De acordo com Costa (2006):

O objetivo da lei Sox é justamente aperfeiçoar os controles financeiros das empresas e apresentar eficiência na governança corporativa, a fim de evitar que aconteçam outros escândalos e prejuízos conforme os casos supracitados. A lei visa garantir a transparência na gestão financeira das organizações, credibilidade na contabilidade, auditoria e a segurança das informações para que sejam realmente confiáveis, evitando assim fraudes, fuga de investidores, etc. Esta lei pode ser deduzida como uma Lei de Responsabilidade Fiscal Sarbanes-Oxley.

O seu descumprimento penaliza os presidentes, responsáveis pelas empresas criminalmente e civilmente mesmo não participando diretamente das fraudes, pois conforme explicita Dorow (2010), “antes da Sox, somente as empresas eram punidas devido as fraudes financeiras, portanto, se o executivo cometia alguma fraude, passava ileso, sendo a empresa responsabilizada”, assim como pune também a própria empresa conforme a integridade e fidedignidade das demonstrações financeiras e a certificação de demonstrativos em desacordo com a lei, aplicando multa de até USD 1.000.000 e/ou pedindo a reclusão por até 10 anos. Quando o descumprimento da lei for intencional (normalmente com finalidades fraudulentas) a multa aumenta para até USD 5.000.000 e a reclusão pode chegar a 20 anos.

## 2.9. Principais Modelos de Governança

No mundo da Governança Corporativa não existe um modelo tido como ideal de melhores práticas para as empresas dos diversos tamanhos e setores se espelharem, mas sim existem modelos referenciais que não possuindo vínculos obrigatórios com a legislação acabam sendo adotados e adaptados conforme as crenças, valores, culturas e estratégias das empresas, assim como de acordo com as regulamentações locais a que estão subestimadas a vivenciarem em cada país caso participem daquele mercado.

Enquadrado nesta filosofia de melhores práticas, os sistemas de governança corporativa predominantes no cenário econômico mundial podem ser divididos em dois principais modelos, que segundo o IBGC (200-) são:

1) *OUTSIDER SYSTEM*: em que os acionistas são pulverizados e estão alheios ao comando diário da empresa. Dentro deste sistema encontra-se o modelo Anglo-Saxão adotado nos Estados Unidos e Reino Unido, sendo caracterizado da seguinte forma:

- a) Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas;
- b) Papel importante do mercado de ações na economia, com alta liquidez;
- c) Ativismo e grande porte dos investidores institucionais;
- d) Foco na maximização do retorno para os acionistas (Shareholder oriented);
- e) Conflito de interesses ocorre entre administradores e acionistas.

2) *INSIDER SYSTEM*: em que grandes acionistas estão no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação. Dentro deste sistema encontra-se o sistema de governança corporativa da Europa Continental e Japão, que se caracteriza da seguinte forma:

- a) Estrutura de propriedade mais concentrada;
- b) Presença de conglomerados industriais-financeiros, com baixa liquidez;
- c) Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais;
- d) Recolhimento mais explícito e sistemático de outros “*stakeholders*” não-financeiros, principalmente funcionários (*Stakeholders oriented*);
- e) Conflito de interesses ocorre entre sócios majoritários e minoritários.

Para Andrade & Rosetti (2004) ambos os modelos tem seus indicadores de desempenho voltados para as demonstrações patrimoniais e financeiras, porém suas principais divergências são que o primeiro modelo, o *Outsider System*, é voltado para o interesse dos acionistas e gestores com relação ao valor, riqueza e retorno, diferentemente do segundo modelo, *Insider System*, que agrega mais atenção a sustentabilidade, função social e elaboração dos balanços sociais.

Entretanto, segundo Silva (2006, apud Victória, 2007):

É importante salientar que os dois sistemas já não se encontram em sua forma pura. Existem vantagens e desvantagens nos dois modelos. Ambos sofrem modificações provocadas pela globalização estabelecendo certa convergência entre os dois sistemas, quando o modelo nipo-germânico adota algumas características do anglo-saxão e vice-versa, pois os sistemas orientam-se pelo ambiente cultural, legislação dos países, assim como as condições do mercado interno onde estão inseridos. Deste modo a adoção global aos códigos das melhores práticas de GC, deve ser analisada com prudência, para que as práticas dos modelos sejam eficientes.

### 3. FINANÇAS CORPORATIVAS NO BRASIL

A relevância da Governança Corporativa no Brasil vem aumentando sua força substancialmente dentro das empresas devido a estas estarem aprofundando seus conhecimentos a respeito das melhores práticas e conseqüentemente percebendo que sua aderência lhes resultará em retornos maiores perante a sociedade, tanto financeiros quanto sociais.

Paralelamente a sua aceitação dentro das empresas, o governo brasileiro vem elaborando inúmeras regulamentações de mercado, e sempre que possível as adaptando para conseguir manter um mínimo grau de governança entre *shareholders* e *stakeholders* atuantes no mercado.

#### 3.1. Regulamentação do Mercado Financeiro de Ações

No Brasil a regulamentação do mercado ocorre através da implantação de leis federais que obrigam as empresas a cumprirem de forma padrão e transparente, o mínimo necessário de atividades contábilísticas, definidas conforme critérios estabelecidos pelo governo, para com a sociedade ao todo e em prol do bom funcionamento da economia no país, uma vez que dificultam as possíveis ações fraudulentas.

Caso a empresa queira elevar o seu grau de confiança frente aos investidores qualificando suas atividades com melhores níveis de transparência e fornecendo informações além das previstas por lei, esta pode aderir aos diferentes níveis de governança corporativa sugeridos pelo Bovespa.

Buscando disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas (companhias abertas, intermediários financeiros e investidores), a legislação brasileira procura regularizar as sociedades anônimas através do constante aprimoramento da Lei nº 6.404/76 auxiliada pela Lei nº 6.385/76.

- Lei nº 6.404/76 - Dispõe sobre as sociedades anônimas ou por ações, conhecidas também por companhias, e aborda as suas questões contábeis (classificação e avaliação dos elementos patrimoniais, bem como das demonstrações contábeis).

A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. (art.1º - Lei das S/A)

Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes, sendo classificada como mercantil e devendo reger pelas leis e usos do comércio. (art.2º - Lei das S/A)

Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, que é autorizado a partir de registro na CVM. (art.4º - Lei das S/A)

A Lei das S.A. também estabelece diretrizes para as questões contábeis, decretando que seja realizada a classificação e avaliação dos elementos patrimoniais, bem como das demonstrações contábeis, e exigindo aos administradores de companhia aberta o dever de informar suas negociações com títulos e valores mobiliários da companhia, assim como sobre as condições dos contratos de trabalho firmados com diretores e empregados de alto nível, além de terem que divulgar imediatamente qualquer ato ou fato que seja relevante.

- Lei nº 6.385/76 – Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM.

CVM é uma entidade autárquica, em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar, e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. (CVM, 2009)

De acordo com a cartilha da CVM (2009), “o mercado de valores mobiliários exige de seus protagonistas padrões de conduta rigorosos do ponto de vista da ética e da eficiência, tendo em vista que o seu funcionamento deve ser baseado em um direto e estreito relacionamento entre o investidor e o ofertante dos títulos”, garantindo confiabilidade e assegurando o desenvolvimento do mercado devido a existencia de um órgão regulador eficaz.

O mercado de valores mobiliários atualmente é subdividido em dois segmentos:

- 1- Mercado Primário: Empresa realiza a emissão de ações frente aos investidores procurando captar recursos de modo a financiar seus projetos futuros.
- 2- Mercado Secundário: Investidores ou acionistas negociam títulos, entre si, anteriormente emitidos e colocados em circulação na bolsa pelas empresas

As principais atribuições da CVM frente este mercado:

- a) Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- b) Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.
- c) Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- d) Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- e) Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- f) Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

Por ser uma instituição autárquica, a Lei permitiu que a CVM usufruísse de meios materiais e institucionais necessários para o cumprimento de sua missão, especialmente dos poderes normativo, utilizado para regular a atuação dos diversos agentes do mercado e, punitivo, no qual assegurando o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado, comprovados em inquérito administrativo, podendo variar a aplicabilidade de penas entre uma advertência a até uma cassação da autorização ou registro do agente frente ao mercado.

Ao presenciar indícios de atos ilícitos penais nos processos em que apura irregularidades no mercado, a CVM tem a responsabilidade de denunciá-los ao Ministério Público, que tomará as medidas judiciais cabíveis sobre a situação, assim como o faz encaminhando o processo à Secretaria da Receita Federal quando sua ocorrência de indícios é de ato ilícito fiscal.

## 3.2. Níveis de Governança Corporativa

Ao ansiarem fortalecer o grau de confiança frente aos investidores, as empresas começam a optar de forma voluntária a se comprometerem, através de contrato assinado com a Bovespa, a cumprirem regulamentações adicionais às da Lei das Sociedades Anônimas, no qual ao fazê-lo, passam a ser classificadas na governança corporativa como empresas de Nível 1, Nível 2 ou de Novo Mercado.

## Nível 1

É o nível de Governança Corporativa cujas exigências estão mais próximas da regulamentação brasileira. Seu diferencial se dá ao acrescentar a este nível que as empresas circulem com um mínimo de 25% das ações no mercado (*Free float*) e adotem práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações aos investidores.

Emissão de Ações	Tag Along	Free Float	Conselho Administrativo
ON e PN (Conforme legislação)	80% para ações ON (Conforme legislação)	mín. 25%	mín. 3 membros (Conforme legislação)

Tabela 1

A tabela 1 também explica, conforme a legislação, que as empresas listadas no nível 1 podem emitir ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), e exercer no caso de venda do controle da empresa, o direito de *Tag Along*, obrigando o novo acionista controlador a realizar uma oferta pública para adquirir as demais ações ordinárias da empresa pelo preço mínimo de 80% do valor pago nas ações integrantes do bloco de controle.

Além disso, as empresas listadas neste nível têm basicamente suas obrigações relacionadas à divulgação de informações adicionais, como os relatórios financeiros mais completos, as informações sobre negociações feitas por diretores, executivos e acionistas controladores, e sobre as operações realizadas com partes relacionadas.

## Nível 2

Exige que as companhias aceitem e cumpram todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, com algumas exceções mostradas na tabela abaixo.

Emissão de Ações	Tag Along	Free Float	Conselho Administrativo
ON e PN (Com direitos adicionais)	100%	mín. 25%	mín. 5 membros (mín. 20% independentes)

Tabela 2

As empresas listadas no Nível 2 têm o direito de manter as ações PN em circulação, as assegurando, juntamente com as ações ON, um *Tag Along* de 100% do preço pago nas ações ordinárias do novo controlador. Além disso, as ações PN dão direito de voto aos acionistas em situações relevantes, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e quando contratos entre o acionista controlador e a companhia, estão sujeitos à aprovação na assembleia geral.

Neste nível o *free float* mínimo continua sendo de 25%, e o conselho administrativo passa a ser composto por no mínimo cinco membros, dos quais, 20% destes devem ser independentes a firma.

## Novo Mercado

É o padrão mais elevado da governança corporativa dentro do Bovespa, e por se tratar de mudanças relevantes na estrutura de capital das companhias, acaba se tornando a mais comum de ser aderida pelas empresas durante suas respectivas aberturas de capital.

Emissão de Ações	Tag Along	Free Float	Conselho Administrativo
ON	100%	mín. 25%	mín. 5 membros (mín. 20% independentes)

Tabela 3

As empresas listadas nesse segmento, conforme mostra a tabela 3, negociam seu capital no mercado exclusivamente através da emissão de ações ON com direito a voto, cujo *free float* é no mínimo de 25%. Em casos de venda do controle da empresa, o *Tag Along* para os seus acionistas é de 100% sobre o valor pago pelo novo controlador, da mesma forma que caso a empresa se desaliste ou cancele o contrato com o NM, está realizando uma oferta pública para recomprar as ações dos acionistas no mínimo pelo seu valor econômico.

Neste nível de governança as empresas precisam apresentar dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente, assim como desenvolver relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito, é também imprescindível que se divulgue mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

### 3.3. CVM – Proteção aos Acionistas Minoritários

Procurando aperfeiçoar as práticas de governança requisitadas pelo Bovespa para as empresas ingressarem no mercado financeiro, e analisando o cenário do mercado nacional, a CVM sugere através do seu código, que estas adotem padrões de regulação acima dos pré-estabelecidos, visto que tais adesões acabam posteriormente sendo contempladas em forma de lei ao se tratarem de práticas internacionalmente aceitas dentro do mercado.

Na maioria dos países, e no Brasil, o controle é muito concentrado e os controladores podem monitorar os administradores facilmente. A separação entre administração e controle não é a norma, a administração e o controle frequentemente são exercidos pelas mesmas pessoas, mesmo nas maiores sociedades de capital aberto. Isto evidencia o conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários no Brasil. O problema central de política nos últimos tempos tem sido o de proteger os acionistas minoritários dos atos predatórios dos acionistas controladores. (LEAL; SAITO, 2003)

Desejando proteger os acionistas minoritários no Brasil, a CVM desenvolveu e vem procurando não só aperfeiçoar, mas também distribuir gratuitamente para a sociedade, uma cartilha mostrando quais são os principais direitos que os sócios minoritários possuem dentro

da empresa e suas respectivas ações que devem ser tomadas caso seus direitos não sejam cumpridos conforme a lei das S/A's. Dentre os direitos essenciais dos minoritários os 11 listados na cartilha conforme a Comissão de Valores Mobiliários (2009) são:

- Direito de Participar nos Lucros
- Direito de Fiscalização
- Direito à Informação
- Direito de Preferência na Subscrição de Ações em Aumento de Capital
- Direito de Recesso
- Direito de Voto
- Direito de Indicação de Membros do Conselho de Administração
- Direito de Requerer a Convocação e o Adiamento de Assembleias Gerais e Especiais
- Direito de Participar de Oferta Pública Por Alienação de Controle de Companhia Aberta (*Tag Along*)
- Direito à Oferta Pública no Cancelamento do Registro e Aumento de Participação
- Direito de Propor Ações Indenizatórias em Benefício da Companhia

### 3.4. Câmara de Arbitragem

No Brasil, o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências, disputas e controvérsias entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, podem ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. Essa possibilidade está consignada na Lei das S/A s (§ 3º do Art. 109 - Lei das S/A).

Sendo instituído pela BOVESPA, em conformidade com a Lei da Arbitragem nº 9.307/96, a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) visa ofertar a qualquer parte interessada, investidor ou empresa, um método mais eficiente de solucionar conflitos relativos ao mercado de capitais, em especial os de cunho societário surgidos no âmbito das companhias comprometidas com os níveis diferenciados de governança, listadas no Novo

Mercado, Nível 2 e BOVESPA MAIS, e que possuam incluso em seu estatuto disposição prevendo o mecanismo de solução arbitral, em conformidade com as regras da CAM.

Vinculadas a mais de 140 companhias abertas, a CAM vem contribuindo para descongestionar o poder judiciário, ao facilitar que acordos entre as partes envolvidas sejam concretizados uma vez em que cada caso é promovido com regras particulares, traçadas em comum acordo entre os interessados, garantindo uma boa solução para o caso, total sigilo, maior economia, rapidez e certeza de que o julgamento do problema será realizado por pessoas com profundo conhecimento do assunto em questão, uma vez que seu quadro de árbitros é composto por 40 membros donos de reputações exemplares, profundo conhecimento sobre o mercado e experiências vivenciadas.

## 4. ESTUDO DE CASO DO MERCADO BRASILEIRO

Para mostrar o quão eficiente e interessante a governança corporativa pode ser para as empresas no sentido de proporcioná-las melhores rendimentos frente ao mercado, tanto na maximização dos investimentos por parte das entidades como na elevação do grau de confiança frente aos agentes em busca por melhores retornos sem amplos riscos, dois diferentes cenários do mercado brasileiro serão avaliados com o auxílio da ferramenta do Microsoft Excel® 2007.

- 1) Análise comparativa entre IBOVESPA e IGC.
- 2) Diagnóstico do ativo do Banco do Brasil (BBAS3) sobre seus rendimentos “antes” e “depois” de aderir ao nível máximo de governança corporativa.

### 4.1. IBOVESPA VS IGC

O mercado brasileiro em junho de 2011 possuía aproximadamente 500 empresas negociando ativos na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, no qual destas, 68 compoem o Índice Bovespa - IBOVESPA e 182 o Índice de Governança Corporativa - IGC, sendo 125 listadas no Novo Mercado, 19 no Nível 2 e 38 no Nível 1.

Classificado como indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, o IBOVESPA ao refletir no seu comportamento diário, as oscilações dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA, será utilizado neste estudo como base para cálculo comparativo ao IGC a fim de analisarmos se a aplicabilidade da governança corporativa por parte das empresas de fato as proporcionam uma maior credibilidade com riscos menores de mercado. Sua análise será feita através de cálculos sobre os indicadores financeiros de beta, volatilidade e rentabilidade acumulada nos últimos dez anos.

## Beta

O índice beta é um importante indicador financeiro aplicado no mercado para se avaliar o grau do risco de investimento que o ativo analisado proporciona ao agente quando comparado ao índice base do mercado financeiro brasileiro, IBOVESPA, cujo beta é sempre igual a 1. Podendo ser classificado como defensivo (Beta<1), moderado (Beta=1) ou agressivo (Beta>1), o ativo tem o seu Beta calculado através da seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(X, Y)}{\text{Var}(Y)} = \frac{\text{Cov}(X, Y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)(y_i - \mu_y)}{\text{Var}(X) = \frac{\sum (x - \bar{x})^2}{(n-1)}}$$

$x$  = média de amostra (matriz 1)  
 $Y$  = média de amostra (matriz 2)  
 $n$  = tamanho da amostra

$x$  = média de amostra (matriz 1)  
 $n$  = tamanho da amostra

Partindo deste pressuposto e observando a tabela 4, percebemos que o indicador Beta do IGC referente aos últimos dez anos apresenta um valor inferior a 1, ou seja, de 0,93004. Ao ser considerado pelo mercado como um indicador do tipo defensivo, o ativo acaba oscilando no mesmo sentido, porém 7% a menos do que o IBOVESPA, proporcionando ao agente um menor risco de investimento quando comparado ao mercado.

Se dividirmos esta amostra em dois períodos de cinco anos e confrontá-los, obteremos o mesmo resultado da primeira, com ambos os períodos detendo riscos menores que o de mercado, porém curiosamente com o Beta dos primeiros cinco anos de 0,87664 apresentando um risco 3,5 vezes menor que o Beta dos últimos cinco anos de 0,96497.

Indicador Beta referente aos últimos dez anos (Nov. 2001 – Out. 2011)

Índice	BVSP	IGC
BETA	1,00	0,93004
%		-7,00%

Tabela 4

Indicador Beta referente aos últimos dez anos dividido em dois períodos

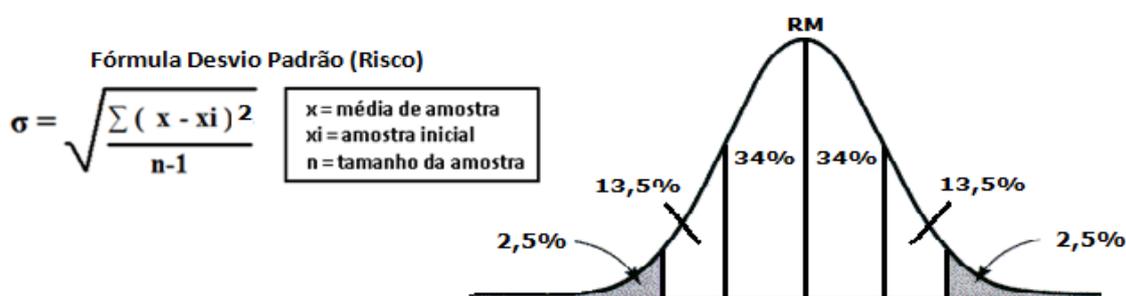
Período	Nov.2001 – Out.2006		Nov.2006 – Out. 2011	
Índice	BVSP	IGC	BVSP	IGC
BETA	1,00	0,87664	1,00	0,96497
%		-12,34%		-3,50%

Tabela 5

## Volatilidade

O indicador de volatilidade é utilizado pelos agentes financeiros para mensurar o tamanho do risco de mercado que o ativo em análise apresenta de gerar resultados elevados e arriscados ou moderados e seguros, proporcionando que seja avaliado o grau de dispersão do retorno médio do ativo conforme o seu respectivo percentual de desvio padrão ( $\sigma$ ).

Seu cálculo é realizado pela fórmula abaixo:



Ao analisar os indicadores fornecidos na tabela 6, de volatilidade referente aos últimos dez anos do IBOVESPA e IGC, se verifica através do coeficiente de variação que o risco de mercado mensal do IGC em relação ao IBOVESPA é inferior em aproximadamente 25,25%, pois confrontando o CV de 2,93 do IGC com o CV de 3,92 do IBOVESPA, obtém-se para o primeiro ativo um menor peso de risco do desvio padrão sobre o retorno médio esperado. Avaliando-se este indicador anualmente, a dispersão do CV entre os dois ativos eleva-se para 93,54%, com o IGC detendo um CV de 0,02 e o IBOVESPA de 0,31. Tais resultados possibilitam confirmar que para o período selecionado da amostra, o IGC tende a ofertar um risco de dispersão menos volátil e com maiores garantias de continuar com o investimento em uma constante programada sem sofrer mudanças inesperadas.

Aprofundando o cálculo de volatilidade dividindo a amostra em dois períodos de cinco anos e as comparando entre si, obtemos uma dispersão do IGC inferior em relação ao IBOVESPA nos dois períodos, porém com o risco de dispersão apresentado pelos primeiros cinco anos do IGC sendo 5,8 vezes menor do que o apresentado pelos últimos cinco anos, em outras palavras, o CV do primeiro período do IGC ajustado ao mercado é inferior cerca 29,21% enquanto que o CV do segundo período é menor que o mercado apenas 4,96%.

## Indicador Volatilidade referente aos últimos dez anos (Nov. 2001 – Out. 2011)

Período	Ativo	Risco ( $\sigma$ )	Retorno	Coef. Var
Mensal	BVSP	7,23%	1,47%	3,92
	IGC	7,28%	1,85%	2,93
IGC Ajustado ao Mercado (%)		0,69%	25,85%	-25,25%
Anual	BVSP	25,04%	19,14%	0,31
	IGC	25,22%	24,67%	0,02
IGC Ajustado ao Mercado (%)		0,71%	28,89%	-93,54%

Tabela 6

## Indicador Volatilidade referente aos últimos dez anos dividido em dois períodos

Período	Índice	Nov.2001 – Out.2006			Nov.2006 – Out. 2011		
		Risco ( $\sigma$ )	Retorno	Coef. Var	Risco ( $\sigma$ )	Retorno	Coef. Var
Anual	BVSP	26,04%	29,01%	0,89	23,99%	9,96%	1,41
	IGC	25,71%	40,56%	0,63	24,43%	10,44%	1,34
IGC Ajustado ao Mercado (%)		-1,26%	39,81%	-29,21%	1,83%	4,81%	-4,96%

Tabela 7

## Rentabilidade Acumulada

O indicador de rentabilidade serve para mensurar o retorno percentual que o agente detém sobre o investimento realizado no ativo.

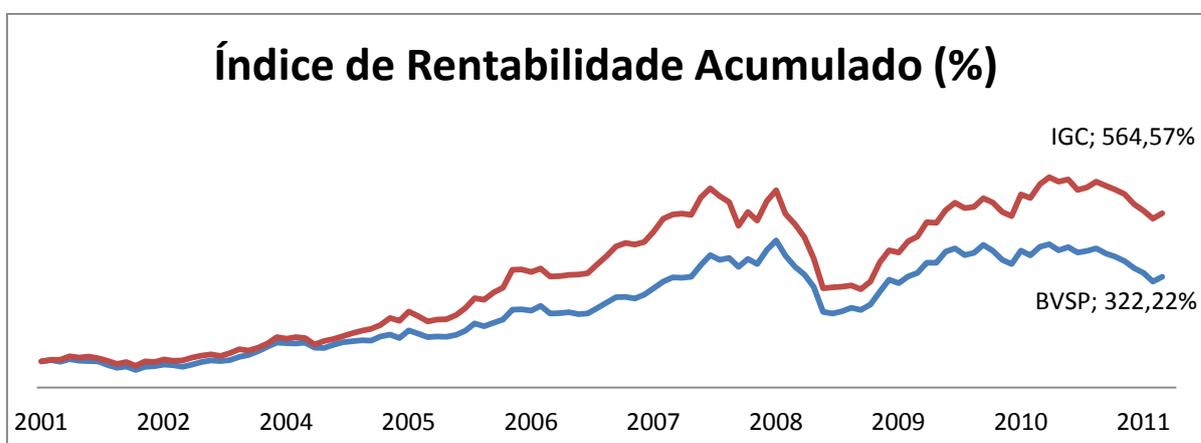


Figura 1

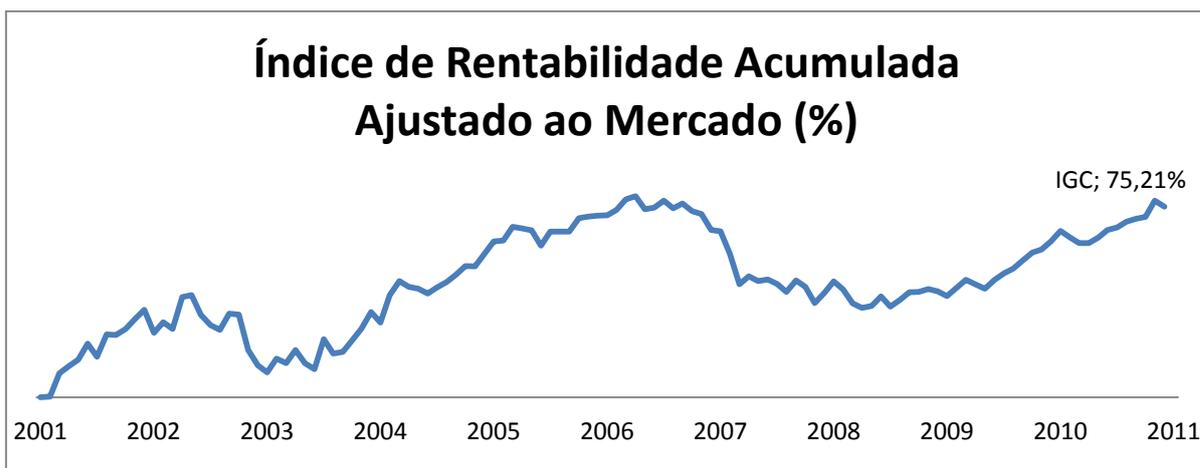


Figura 2

Rentabilidade Acumulada referente aos últimos dez anos (Nov. 2001 – Out. 2011)

Índice	Total	Anual	Mensal
BVSP	322,22%	15,49%	1,21%
IGC	564,57%	20,85%	1,59%
IGC Ajustado ao Mercado (%)	75,21%	34,60%	31,74%

Tabela 8

Verificando nas figuras acima os índices de rentabilidade acumulada do IGC e IBOVESPA nos últimos dez anos, notamos visivelmente que o ativo de governança corporativa proporcionou aos seus agentes uma remuneração de capital investido bastante superior ao ofertado pelo mercado, no qual crescendo 564,57%, contra 322,22%, o IGC acabou valorizando a rentabilidade dos seus investidores em aproximadamente 75,21% quando ajustado ao mercado, apresentando uma média anual de 34,60% e mensal de 31,74%, conforme mostrado na tabela 8.

Rentabilidade Acumulada referente aos últimos dez anos dividido em dois períodos

Período	Nov.01 – Out.06		Nov.06 – Out.11	
	Total	Anual	Total	Anual
BVSP	203,61%	24,87%	30,21%	5,42%
IGC	369,59%	36,25%	32,38%	5,77%
IGC Ajustado ao Mercado (%)	81,52%	45,76%	7,16%	6,42%

Tabela 9

Ao reduzirmos o tamanho da amostra para dois períodos de cinco anos, apesar de ambos apresentarem rendimentos positivos frente ao IBOVESPA, surge uma diferença

considerável entre os seus resultados encontrados para os cinco anos iniciais e finais do IGC. Enquanto o primeiro período, de acordo com a tabela 9, apresenta uma rentabilidade acumulada 11,4 vezes maior que a do segundo e seguindo uma crescente considerável de 81,52% quando ajustado ao mercado, média de 45,76% ao ano, o segundo período, ao ser afetado pela crise norte americana, como mostrado na figura 3, acaba detendo rendimentos apenas 7,16% maiores que o mercado, média de 6,42% ao ano.

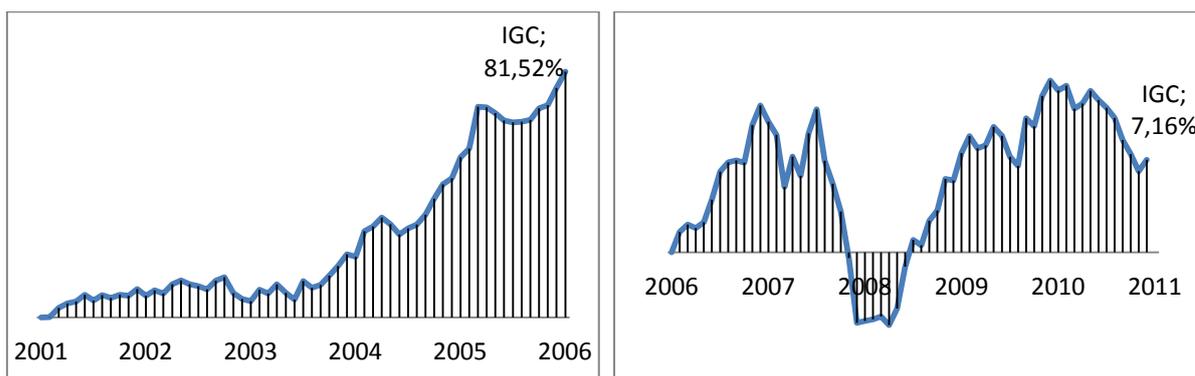


Figura 3

## 4.2. Análise do Banco do Brasil (BBAS3)

Para verificar os verdadeiros impactos que a adesão ao nível máximo de governança corporativa proporciona ao negócio, foi selecionada a instituição financeira Banco do Brasil como objeto de estudo devido a dois fatores determinantes: a) o forte vínculo com o Governo Federal e b) a vulnerabilidade do setor com o histórico de fraudes internacionais.

O Banco do Brasil é uma sociedade anônima aberta de economia mista, cujo acionista controlador é a União com 59,3% das ações e o principal minoritário é a Previ com 10,3%. Classificado como Banco Múltiplo, o BB além de exercer atividades na área comercial, de investimentos e desenvolvimento, detém forte ligação com a União por ser considerado o Agente Financeiro do Governo Federal. Ao adotar em 31.05.2006 o nível máximo das boas práticas de governança corporativa, o BB se demonstrou interessado em fortalecer a transparência de sua gestão, aumentar o valor institucional e facilitar o acesso ao seu capital, por parte de investidores, além de concorrer para sua perenidade.

Completos cinco anos de listagem no Novo Mercado a pesquisa presente nos proporcionará desvendar os principais impactos financeiros decorrentes desta adesão.

## Pesquisa e seus resultados

Os dados selecionados da empresa em estudo referem-se ao período entre o primeiro trimestre de 2004 e o segundo trimestre de 2011, e serão utilizados como instrumento para alcançar o objetivo da pesquisa, ou seja, avaliar se a adesão as boas práticas de fato proporcionaram a empresa uma valorização sobre os seus indicadores de liquidez, rentabilidade, lucratividade, riscos e dividendos.

## Acionistas e *Free float*

O Banco do Brasil procurando combater uma das principais características das empresas brasileiras do mercado financeiro de concentração acionária dispersa na mão de poucos controladores conseguiu atingir o *free float* mínimo exigido pelos níveis diferenciados de governança corporativa com um ano de antecedência em relação ao prazo determinado pela CVM.

Realizando, conforme a tabela 10, três ofertas públicas e um desdobramento de ações no período de quatro anos, o BB elevou o seu *free float* de 6,9% para 30,4%, superando os 25% exigidos pelo regulamento do novo mercado.

Auxiliados pela redução do preço do ativo devido ao desdobramento realizado na proporção de 3:1, o papel BBAS3 passou a se tornar mais atrativo e acessível aos investidores, resultando em um aumento de 1.554,8% na liquidez do papel devido ao aumento da quantidade de ações pulverizadas no mercado sob domínio dos acionistas minoritários, que deixaram de totalizar 55.933 ações em 2006, para passar a somar 869.662 ações no ano de 2010.

## Circulação das Ações do BB (Milhares)

Data	Nº Total de ações	Free float	Controladores
2010 (*)	2.860.729	30,40%	69,60%
2009	2.569.860	21,80%	78,20%
2008	2.568.186	21,50%	78,50%
2007(*)	2.475.949	21,70%	78,30%
2006(*)	825.316	14,90%	85,10%
2005	810.617	6,90%	93,10%
2004	810.617	6,80%	93,20%

\* Ofertas Públicas

Tabela 10

A crescente no *free float* vinculada diretamente à redução da concentração acionária dos controladores proporcionou ao Banco do Brasil a possibilidade de ampliar o seu quadro de acionistas sustentando-se em duas vertentes, a primeira mencionada anteriormente devido ao aumento de liquidez do ativo em circulação, e a segunda acredito que esteja vinculada ao fato deste aumento proporcionar aos sócios minoritários o fortalecimento dos seus direitos dentro das empresas, visto que suas gestões passam a ter as atividades monitoradas com maior frequência e intensidade.

Analisando a Tabela 11, pode se verificar que passado cinco anos de listagem no Novo Mercado houve um crescimento significativo do quadro de acionistas, de aproximados 46,1% novos investidores vinculados a empresa, ou seja, a instituição financeira BB com esta prática atraiu 123mil novos acionistas, média crescente de 24,5mil por ano, totalizando em junho de 2010 quase 390mil acionistas detentores do papel BBAS3. Com a ampliação deste quadro dado pela redução percentual dos controladores majoritários, o volume médio deste ativo negociado no mercado em 2010 cresceu 578,9% em relação ao ano anterior às boas práticas, 2005, subindo seu volume de 765.633 ações negociadas em média por mês para 4.432.342, ou seja, a liquidez do papel do BB aumentou sua média de dois a três negócios realizados por acionistas no mercado em 2004, 2005, para 11,4 em 2010.

## Proporção do Volume de Ações Negociadas por Acionista do BB

ANO	Total de Acionistas	% Acumulada	Vol. Médio Negociado	% Acumulada	Ações Negociadas por Acionista
2010	389.675	146,1%	4.432.342	578,9%	11,4
2009	350.389	131,4%	3.450.583	450,7%	9,8
2008	363.135	136,2%	4.033.333	526,8%	11,1
2007	382.942	143,6%	2.179.308	284,6%	5,7
2006	303.119	113,6%	1.405.558	183,6%	4,6

2005	266.670	100,0%	765.633	100,0%	2,9
2004	272.999	102,4%	586.983	76,6%	2,2

Tabela 11

Embalados pela liquidez do ativo, e pela redução percentual dos controladores majoritários, ficou constatado que o objetivo de elevar a liquidez do ativo do BB aderindo ao Novo Mercado foi bastante positivo por ampliar significativamente o volume médio de ações negociadas por cada acionista devido ao aumento da quantidade de ações pulverizadas no mercado, que apresentando preços mais acessíveis e garantias de *free float* mínimo, trouxeram uma maior credibilidade ao papel do banco atraindo um número considerável de novos investidores.

### Retorno do Ativo BBAS3

Para verificar se a adesão as boas práticas do Novo Mercado pelo Banco do Brasil proporcionaram a instituição melhores resultados em relação ao preço de risco do ativo (BBAS3), foi realizado um quadro comparativo, ajustado ao mercado, entre os indicadores Beta, Retorno Médio e Desvio Padrão, levantados nos períodos anteriores e posteriores a adesão, em três intervalos de tempo diferente: 21 dias, 63 dias e 252 dias.

### Retorno do Ativo BBAS3

DIAS	-	BBAS3 no Mercado			Ajustado ao Mercado		
		Antes	Depois	%	Antes	Depois	%
21	RM	- 0,0099	0,0010	10,04	2,9200	- 0,6078	- 120,8
	BETA	0,9517	0,8274	- 13,07	- 0,0482	- 0,1726	257,9
	DP	3,48%	2,02%	- 42,01	64,15%	1,56%	- 97,5%
63	RM	- 0,0025	- 0,0001	97,40	0,7707	- 1,3722	- 278,0
	BETA	1,1673	0,8431	- 27,77	0,1673	- 0,1569	- 193,7
	DP	3,73%	1,95%	- 47,80	99,48%	29,62%	- 70,2
252	RM	0,0089	0,0112	25,89	0,5667	0,2958	- 47,8
	BETA	1,1395	0,7803	- 31,52	0,1396	- 0,2197	- 257,4
	DP	6,74%	3,82%	- 43,37	128,84%	35,17%	- 72,7

Tabela 12

Analisando o Retorno Médio dos três períodos, 21, 63 e 252 dias, através da tabela acima, e diferenciando os resultados apresentados pelo BBAS3 no mercado dos seus respectivos ajustados ao mercado, percebe-se que o ativo apresenta um aumento sobre o retorno médio em todos os períodos pós-adesão, respectivos de 10,04%, 97,4% e 25,89%, porém quando ajustados ao mercado, sofrem reduções de 120,8%, 278,0% e 47,8%.

Os índices Betas cresceram negativamente cerca 257,9%, 193,7% e 257,4%, apresentando-se no período pós-adesão como riscos defensivos de 0,8274, 0,8431 e 0,7803, e os Desvios-Padrão do ativo reduziram suas oscilações 42,0%, 47,8% e 43,4%, seguindo o mesmo padrão quando ajustados ao mercado, aonde as reduções são 97,5%, 70,2% e 72,7%.

Observando comportamentos similares nos três períodos selecionados pelo estudo, acredita-se que a instituição financeira BB durante o primeiro ano após aderir às boas práticas de governança, comparado ao ano anterior, acaba ofertando aos acionistas um papel com riscos menores de mercado, visto como mais seguros e estáveis para se investir. Conforme acompanhamos na tabela 12, todos os períodos apesar de apresentarem um aumento do retorno médio menor que o de mercado, proporcionaram uma decrescente do índice beta transformando-se mais defensivos, da mesma forma em que a influencia do desvio padrão sobre o retorno médio do ativo depois de aderir as boas práticas foi reduzida de forma significativa.

## Rentabilidade (ROE) e Lucratividade

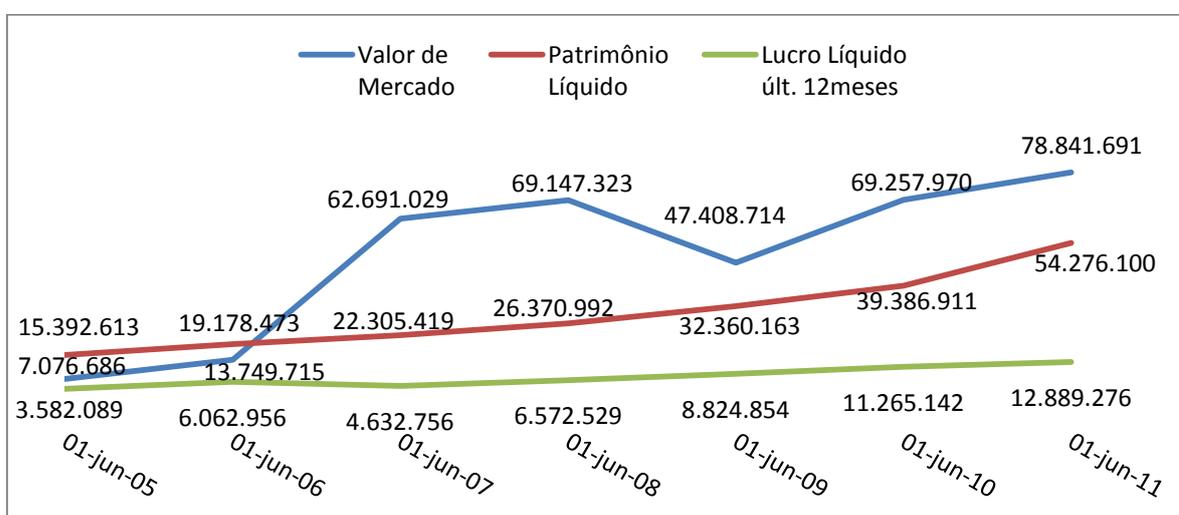


Figura 4

Os indicadores de Rentabilidade (ROE) e Lucratividade na visão dos acionistas são os principais índices para se observar antes de investir em uma empresa, visto que seus objetivos são na maioria o de buscar no mercado empresas que estejam em constante crescimento lhe proporcionando lucros maiores.

#### Rentabilidade do Banco do Brasil

	Jun/11	Jun/10	Jun/09	Jun/08	Jun/07	Jun/06	Jun/05	Jun/04
LUCRO / PREJUÍZO	23,75%	28,6%	27,27%	24,92%	20,77%	31,61%	22,27%	21,33%

Tabela 13

O Banco do Brasil apresentou durante o período analisado, 2004 a 2011, uma rentabilidade levemente ascendente devido ao crescimento proporcional do seu lucro líquido acompanhado pelo aumento gradual do seu valor patrimonial líquido.

Sua rentabilidade média no período, conforme a tabela 13 foi de 25,1% ao ano, entretanto em 2006 esse indicador subiu para 31,61% pelo fato do BB ter gerado um lucro líquido considerável, segundo a figura 2, de 6.062.956, para um patrimônio líquido de 19.178.473, porém nos anos seguintes este índice diminuiu alcançando em 2011, 23,75%, devido à impactante expansão do patrimônio líquido, avaliado em 54.276.100, frente ao moderado aumento do lucro líquido de 12.889.276 conquistado no mesmo ano.

Apesar de apresentar uma rentabilidade de mercado praticamente constante e indicadores que induzem um maior crescimento do Banco do Brasil nos próximos anos, a prática de aderir ao nível máximo de governança, não se convergiu basicamente em priorizar aos acionistas, maiores índices de lucratividade do mercado, como veremos a seguir, mas sim em proporcioná-los uma reestruturação para aumentar sua valorização e credibilidade perante as modificações “exigidas” pela sociedade dentro do mercado.

## Lucratividade

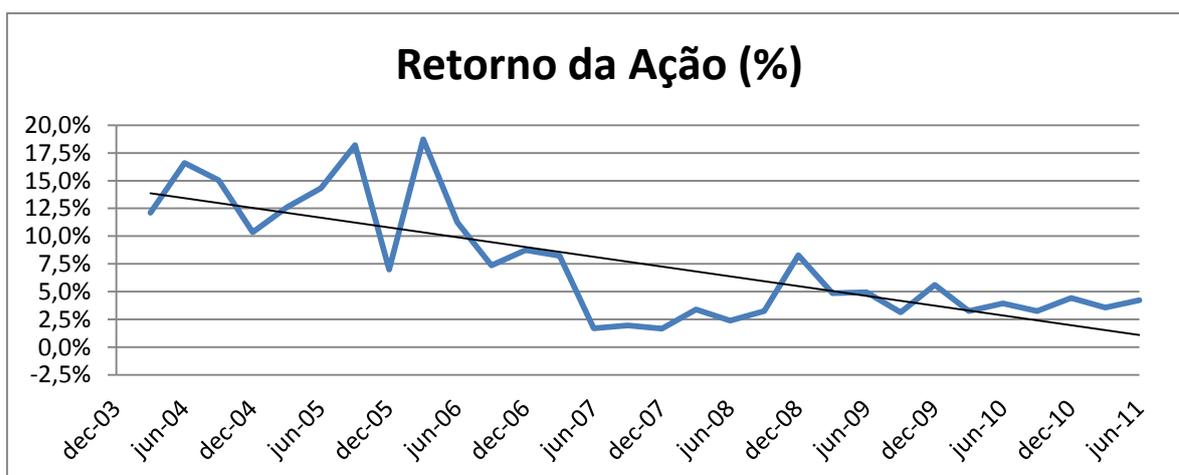


Figura 5

Para se analisar a lucratividade, optou-se pela utilização do retorno das ações, transformando-o em percentual a fim de amortecer efeitos de inflação dentre outros que poderiam comprometer o resultado a ser analisado.

Os dados referentes ao período anterior à adesão do BB ao segmento do Novo Mercado seguem descritos na tabela abaixo:

## Dados Trimestrais da Lucratividade do Banco do Brasil no período de 2004 a 2006

Data	Lucro Líquido	Qtde Ações	LPA	Retorno das Ações	Preço Médio das Ações	Retorno sobre a Ação (%)
31/03/2004	615.591	743.275	0,83	7,67	6,84	12,1%
30/06/2004	805.167	810.617	0,99	6,98	5,99	16,6%
30/09/2004	832.544	810.617	1,03	7,86	6,83	15,0%
31/12/2004	770.710	810.617	0,95	10,13	9,18	10,4%
31/03/2005	964.580	810.617	1,19	10,64	9,45	12,6%
30/06/2005	1.014.255	810.617	1,25	9,98	8,73	14,3%
30/09/2005	1.437.953	810.617	1,77	11,52	9,74	18,2%
31/12/2005	736.814	810.617	0,91	13,92	13,01	7,0%
31/03/2006	2.342.669	810.617	2,89	18,31	15,42	18,7%
30/06/2006	1.545.520	825.313	1,87	18,54	16,66	11,2%
RM						13,6%
DP						3,69%

Tabela 14

Através destes dados pode-se observar no quarto trimestre de 2005 o ponto mínimo no percentual de retorno, como sendo 7%, e isoladamente, como o único a se destoar da média

dos demais trimestres, avaliada em 14,4%, com oscilações entre 10,4% e 18,7%. Esse cenário antes da adesão ao Novo Mercado nos sugere que, caso a adesão tivesse como foco principal o aumento da lucratividade, os níveis que deveríamos esperar para as trimestres posteriores a esta prática deveriam superar os atuais com taxas de retorno maiores que 13,6%.

Analisando o período posterior à adesão, como segue na tabela seguinte, fica evidente que tal pretensão não foi atingida com a média de lucratividade situando-se na faixa de 4,4%, ou seja, muito inferior a constatados na fase de pré-adesão.

#### Dados Trimestrais da Lucratividade do Banco do Brasil no período de 2006 a 2011

Data	Lucro Líquido	Qtde Ações	LPA	Retorno das Ações	Preço Médio das Ações	Retorno sobre a Ação (%)
30/09/2006	907.438	825.313	1,10	16,01	14,91	7,4%
31/12/2006	1.248.150	825.316	1,51	18,79	17,28	8,8%
31/03/2007	1.408.790	825.316	1,71	22,48	20,77	8,2%
30/06/2007	1.068.378	2.475.949(*)	0,43	25,75	25,32	1,7%
30/09/2007	1.364.037	2.475.949	0,55	28,52	27,97	2,0%
31/12/2007	1.216.914	2.475.949	0,49	29,72	29,23	1,7%
31/03/2008	2.347.466	2.542.181	0,92	28,12	27,20	3,4%
30/06/2008	1.644.112	2.542.181	0,65	27,85	27,20	2,4%
30/09/2008	1.866.957	2.565.255	0,73	23,12	22,39	3,3%
31/12/2008	2.944.334	2.568.186	1,15	15,00	13,85	8,3%
31/03/2009	1.665.477	2.568.186	0,65	13,96	13,31	4,9%
30/06/2009	2.348.086	2.568.186	0,91	19,38	18,46	5,0%
30/09/2009	1.978.509	2.568.186	0,77	25,28	24,51	3,1%
31/12/2009	4.155.449	2.569.860	1,62	30,42	28,80	5,6%
31/03/2010	2.405.792	2.569.860	0,94	29,64	28,71	3,3%
30/06/2010	2.725.392	2.569.869	1,06	28,01	26,95	3,9%
30/09/2010	2.624.763	2.860.729	0,92	29,17	28,26	3,2%
31/12/2010	4.002.146	2.860.729	1,40	32,91	31,51	4,4%
31/03/2011	2.932.363	2.860.729	1,03	29,79	28,77	3,6%
30/06/2011	3.330.004	2.860.729	1,16	28,72	27,56	4,2%
RM						4,4%
DP						2,2%

(\*) Desdobramento 3:1

Tabela 15

Reduzindo sua média de lucratividade em 9,2%, a ideia de aumentar este indicador a partir da adoção de boas práticas de governança corporativa não necessariamente se concretiza, fato que nos leva a acreditar que sua prática objetiva fins estratégicos diferentes do que gerar lucros, que variam entre melhorar a imagem institucional, transparência, equidade dos acionistas, resolução em conflitos de interesse, entre outros princípios que agregam valor

a empresa. Observa-se ainda que apenas quatro trimestres apresentaram retornos acima do pior índice alcançado pela empresa antes da adesão ao Novo Mercado, que foram os três trimestres seguintes a sua adoção, de 7,4%, 8,8% e 8,4%, e um isolado em dezembro de 2008, de 8,3%.

Apesar de ter o seu percentual de lucratividade por parte dos acionistas da empresa reduzidos consideravelmente, o ativo em contrapartida teve o seu desvio padrão, juntamente com a variância, também sofrendo reduções, respectivas de 3,69% e 0,14% para 2,2% e 0,05%, mostrando-nos que a adesão apesar de proporcionar lucros menores, trouxe ao ativo a oportunidade de reduzir os seus riscos de mercado, dando-lhe um papel mais seguro e estável.

### Valorização do BB após Adesão ao Novo Mercado

A valorização ou desvalorização do ativo dentro do mercado é analisada para se mensurar o quanto este mesmo representa aos seus acionistas no mercado financeiro quando confrontado com o seu real valor patrimonial. Para esta análise foi selecionado os indicadores de P/L e P/VPA como segue abaixo:

#### Indicadores Fundamentalistas

Data	Preço da Ação	LPA	P/L	VPA	P/VPA	Potencial
Jun/04	5,99	3,39	1,77	15,87	0,38	164,90%
Jun/05	8,73	4,42	1,98	18,99	0,46	117,50%
Jun/06	16,66	7,35	2,27	23,24	0,72	39,50%
Jun/07	25,32	1,87	13,53	9,01	2,81	-64,40%
Jun/08	27,2	2,59	10,52	10,37	2,62	-61,90%
Jun/09	18,46	3,44	5,37	12,6	1,47	-31,70%
Jun/10	26,95	4,38	6,15	15,33	1,76	-43,10%
Jun/11	27,56	4,51	6,12	18,97	1,45	-31,20%

Tabela 16

O indicador P/L serve para avaliar o tempo necessário que o investimento leva para gerar retorno ao acionista, e este quanto maior, mais seguro e rentável em longo prazo, enquanto que quanto menor, mais rentável em curto prazo, porém menos seguros a médio e longo prazo por indicarem que seus lucros tendem a ser decrescentes. Em Junho de 2011 o

preço do ativo do BB ao atingir no mercado o valor de R\$27,56 e um lucro líquido por ação nos 12 meses anteriores a esta data de R\$4,51, caso continuasse neste ritmo, levaria 6,12 anos para proporcionar lucro ao seu investidor, que quando comparado ao período de adesão as boas práticas em 2006, esse tempo se reduziria para 2,27 anos, sendo mais lucrativo em curto prazo antes da adesão, porém mais seguro e atraente após sua prática à médio e longo prazo.

Já o indicador P/VPA é utilizado pelos agentes para definir o percentual de valorização ou desvalorização do ativo que a empresa apresenta entre o seu preço justo e o efetivo de mercado, em outras palavras, o preço do ativo do BB em Junho de 2011, ao ser maior quando comparado ao seu valor patrimonial dividido pelo total de ações da empresa, neste mesmo período, de R\$18,97, apresenta um P/VPA de 1,45, sendo visto como sobrevalorizado em 45,28% quando relacionado ao seu preço justo de mercado, e assim indicando que o mercado acredita que a companhia tem um valor superior ao seu patrimônio, fato contrário que ocorre no ano de adesão ao Novo Mercado, assim como nos períodos anteriores, em que o P/VPA do ativo se tem desvalorizado frente ao mercado ao ser inferior a um, ou seja, 0,72 em 2006.

#### Dividendo dos Acionistas do BB

Ano	Lucro Líquido	Payout BB (%)	Payout Total	Payout pago por Ação (R\$)	Dividendo
Jun/04	2.744.073	31,50%	864.383	1,07	17,80%
Jun/05	3.582.089	36,10%	1.293.134	1,6	18,27%
Jun/06	6.062.956	40,00%	2.425.182	2,94	17,64%
Jun/07	4.632.756	40,00%	1.853.102	0,75	2,96%
Jun/08	6.572.529	40,00%	2.629.012	1,03	3,80%
Jun/09	8.824.854	40,00%	3.529.942	1,37	7,45%
Jun/10	11.265.142	40,00%	4.506.057	1,75	6,51%
Jun/11	12.889.276	40,00%	5.155.710	1,8	6,54%

Tabela 17

Calculado em cima do lucro líquido gerado pela empresa nos últimos doze meses, o Payout é, grosso modo, o prêmio pago aos acionistas em forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio. Apesar de existir uma porcentagem mínima exigida por lei de Payout a ser distribuído entre os acionistas, o Banco do Brasil ao ser uma empresa madura e já consolidada no mercado, ao invés de distribuir apenas os 25% necessários, realiza estrategicamente, após aderir ao nível máximo de governança, o Payout constante de 40%, visto que como há pouco

espaço para crescer no mercado, elevar o prêmio ofertado aos acionistas acaba se tornando um bom investimento.

O Payout de R\$2,94 pagos por ação do BB no ano em que aderiu as boas práticas de governança, diferentemente dos anos anteriores e posteriores no qual ambos oscilaram no sentido crescente entre R\$0,75 e R\$1,80, serviu como ponto chave para modificar a forma na qual se definia o percentual do prêmio distribuído aos acionistas. Observando a tabela 17, verifica-se que, enquanto a instituição reajustava sua taxa de distribuição para 40%, o payout pago aos acionistas no período anterior a adesão ao novo mercado se baseava no dividendo yield da ação, que oscilando entre 17,6% e 18,2% proporcionavam retornos de aproximadamente 1/5 do preço de mercado do ativo.

Ao atingir e manter constante nos últimos seis anos o payout desejado de 40% do lucro líquido sendo distribuído para os acionistas independente qual seja o seu preço de mercado, o prêmio pago ao ser mensurado com base neste indicador, provocou a redução do dividendo yield para 2,96% em 2007 e 6,54% em 2011 por este tratar de ser utilizado apenas para avaliar o grau de retorno que o prêmio exerce sobre o preço do ativo.

## 5. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O presente trabalho procura demonstrar que a Governança Corporativa apesar de ser um segmento novo no mercado, vem se tornando essencial para as empresas alavancarem os seus valores institucionais, visto que a sua adesão ao não ser vendida no mercado, parte do princípio voluntário de que a empresa deve reavaliar os seus conceitos éticos e morais através da aplicabilidade dos quatro pilares essenciais as boas práticas: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Ao percebermos que não existe uma fórmula ideal para implantar em todas as empresas, por estas necessitarem estar adaptadas ao mercado e a região em que exercem suas atividades, a Governança Corporativa busca defender, além dos valores éticos e morais, baseados nos quatro pilares, a ideia de que este segmento precisa ser aperfeiçoado constantemente conforme os avanços globais, para que quando necessário, a empresa esteja possibilitada de combater os comportamentos humanos dos agentes mal intencionados que possam vir a surgir.

Também pude concluir com este trabalho que para as empresas conquistarem êxito na adesão as melhores práticas, estas precisam definir com bastante clareza e convicção quais são os direitos e deveres de cada setor, sócios, conselhos, diretores, auditores, et al, evitando ao máximo que ocorra o conflito de interesses entre diferentes partes, para que se possa gerar um crescimento sinérgico dentro da empresa, com todos focando os mesmos objetivos, criando um valor único e maior a instituição e aos seus respectivos cargos e interesses.

Antes de detalhar a respeito dos estudos de caso, vejo como bastante satisfatória as regulamentações atuais aplicadas dentro do mercado financeiro de ações brasileiro, que ao fornecerem extrema liberdade para as empresas escolherem adotar ou não as boas práticas de governança, as acabam induzindo involuntariamente a ingressarem neste segmento, pelo fato de perceberem que a teoria na prática realmente gera resultados, como comprovado nos cenários expostos neste trabalho.

Focando os estudos de caso, os indicadores financeiros se analisados separadamente, podem involuntariamente seduzir o agente a tomar decisões precipitadas de investimento, uma vez que o indicador em si, por apresentar uma avaliação extremamente atrativa do ativo, pode resultar na sua aquisição sem que o agente se conscientize de que o investimento esta vulnerável aos demais riscos de mercado, que se considerados, resultariam em um retorno muito mais seguro e alinhado aos pré-projetados.

Portanto ao agregarmos os resultados obtidos com as avaliações dos indicadores de Beta, Volatilidade e Rentabilidade Acumulada, durante a comparação entre IBOVESPA e IGC, podemos concluir que o Índice de Governança Corporativa apesar de estar se equiparando com o passar dos anos ao IBOVESPA, devido à crise norte americana ocorrida em 2008, continua sendo o ativo mais atrativo entre os dois por apresentar um risco de investimento menor que o de mercado, conforme observado no índice beta, uma rentabilidade bastante superior e uma volatilidade menos oscilante, ou seja, a eficiente aceitação do mercado sobre a aplicabilidade da governança corporativa dentro das empresas vem sendo comprovada ao refletir no IGC quando equiparando ao mercado no decorrer destes últimos dez anos, se mostrando ser mais seguro e rentável que o IBOVESPA.

E concluo as considerações deste trabalho comentando a respeito do segundo e último cenário do estudo de caso, que ao nos mostrar que a implantação da governança corporativa dentro da empresa do Banco do Brasil, não necessariamente foi colocada em prática para se gerar uma maior lucratividade aos acionistas, mas sim para melhorar sua imagem de mercado. Procurando proporcionar a empresa uma espécie de reestruturação dos seus valores e princípios, o BB viu na governança uma forma estratégica para alavancar a sua credibilidade frente aos investidores, e conseqüentemente a liquidez do seu ativo, pelo fato de que os acionistas estão começando a se importar em investir mais recursos em empresas que estão se comprometendo em seguir a nova tendência do mercado de sustentabilidade, responsabilidade e transparência, mesmo que para isso seja preciso receber dividendos mais modestos.

## REFERÊNCIAS

- ALBERTON, Luiz; JESUS, Sandra M. Governança corporativa: o processo de implementação da governança corporativa nas empresas de capital aberto: um estudo com ênfase na auditoria. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v.1, n. 8, p. 67-84, jan./jun. 2007.
- ALVES, Carlos A. M. et al. Governança corporativa e conselhos de administração de bolsas com atuação internacional: similaridades e distinções. *Gestão & Regionalidade*, São Paulo, v.26, n.76, p. 91-104, jan./abr. 2010.
- ATTIE, 1998. In ALBERTON, Luiz; JESUS, Sandra M. Governança corporativa: o processo de implementação da governança corporativa nas empresas de capital aberto: um estudo com ênfase na auditoria. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v.1, n. 8, p. 67-84, jan./jun. 2007.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José. P. Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2004.
- BANCO DO BRASIL. Relação com Investidores. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/>> Acesso em: Out.2011
- BRANDÃO, Coelho. E. L. Conceitos em Governança Corporativa. *Comunicação e gestão em saúde*, n. 5, p.26-31, 2008.
- BRASIL. Decreto nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]*, Brasília, DF, 07 dez, 1976.
- BRASIL. Decreto nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]*, Brasília, DF, 15 dez, 1976.
- BUSHMAN, R. *et al.* What determines corporate transparency?, 2001. In: NAKAO, Sílvio H; NARDI, Paula Carolina C. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: USP, 2006.
- CÂMARA DE ARBITRAGEM. Arbitragem do Mercado. Disponível em: <<http://www.camaradomercado.com.br/>>. Acesso em: Nov. 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: Jan. 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ministério da Fazenda. Principais direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas. Rio de Janeiro, 2009.
- CUNHA, Mauro R. Pioneiro no Brasil, Programa de Certificação de Conselheiros inclui conselheiros fiscais. *IBGC em Foco*, São Paulo, v.1, n.46, p. 11, julho. 2009.

CUTLIP, Scott; CENTER Allen H. Effective public relations: pathways to public favor, 1952. In: NAKAO, Sílvia H; NARDI, Paula Carolina C. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: USP, 2006.

DOROW, Emerson. Governança de TI: lei sarbanes-oxley e a TI. GTI governança de TI. 2010. Disponível em < <http://www.governancadeti.com/>>. Acesso em: Jul. 2011.

ELY, Elyseu E. O desafio de implantar a ética corporativa. Ética empresarial, 2011. Disponível em < <http://www.eticaempresarial.com.br> >. Acesso em: Jun. 2011.

GOLDENBERG, Cristiano. Vamos falar de ética?. Ética empresarial, 2010. Disponível em < <http://www.eticaempresarial.com.br> >. Acesso em: Jun. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo, 2009. 73 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: Fev. 2011.

JORDÃO, Sônia. O comportamento ético nas empresas. Ética empresarial, 2010. Disponível em < <http://www.eticaempresarial.com.br> >. Acesso em: Mar. 2011.

LANZANA, Ana P. Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras, 2004. In NAKAO, Sílvia H; NARDI, Paula Carolina C. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: USP, 2006.

LEAL, Ricardo P. C; SAITO, Richard. Finanças corporativas no brasil. RAE eletrônica. São Paulo, v.2, n.2, 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/>>. Acesso em: Jun 2011

LODI, João B. Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. 3. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MACHADO, Luiz A. Ética e globalização. Ética empresarial, 2006. Disponível em < <http://www.eticaempresarial.com.br> >. Acesso em: Mar. 2011.

MAGALHÃES, Leticia V. V. Governança corporativa: sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da bolsa de valores de São Paulo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2007.

MARTIN, Bruna. C. Migração de empresas já listadas na Bovespa para o nível máximo de governança corporativa. 2008. 66 f. Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

NETO, Alfredo B. M. Governança corporativa: conceitos e práticas. Belo Horizonte: Unimed 20--. 24 Slides. color. Slides gerados a partir do software PowerPoint

PAI, Leocir D. Governança corporativa & ética nas organizações. Revista multidisciplinar na UNIESP, São Paulo, v.1, n.6, 90-102, dez. 2008.

REQUIÃO, Rubens. 2003. In MAGALHÃES, Letícia V. V. Governança corporativa: sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da bolsa de valores de São Paulo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2007.

SANTOS, Luciana A. A. A Lei Sarbanes-Oxley: uma tentativa de recuperar a credibilidade do mercado de capitais norte-americano. 20--. 13 f. Dissertação. Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 20--.

SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. 1997. In MAGALHÃES, Letícia V. V. Governança corporativa: sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da bolsa de valores de São Paulo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2007.

SILVA, 2006. In: VICTÓRIA, Gomes L. B.. Governança corporativa: principais diferenças entre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico. 2007. 5 f. Tese – Universidade Federal de Pelotas, Pelotas, 2007

SOUZA, Milanez S. Governança corporativa: perspectivas no Brasil. Belém, v.5, n.1, jun, 2004.

OBRINGER, Lee A. Estudo de caso: ENRON. Como funcionam as fraudes contábeis. 2005. Disponível em: <<http://empresasefinancas.hsw.uol.com.br/>>. Acesso em: Abr. 2011.

## APÊNDICES

### Apêndice A – Banco do Brasil – Histórico de Fatos Relevantes

Em conformidade com o § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com a Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, o Banco do Brasil comunica que:

11/04/2002 – Novo Mercado - Convocação da Assembleia Geral Extraordinária

O Ministério da Fazenda informou a intenção da União de promover a convocação de AGE do Banco para viabilizar sua adesão plena ao Novo Mercado da Bovespa.

07/05/2002 – Conversão de Ações Preferenciais (PN) em Ordinárias (ON)

A proposta aprovada promove a conversão das ações PN na razão de 1.1 por ação ON.

31/05/2006 – Autorização de Adesão ao Novo Mercado

O Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de representante do acionista controlador, autorizou a assinatura do contrato de adesão do BB ao NM.

28/06/2006 – Oferta Pública Secundária de Ações do BB – Protocolo CVM

Captação total R\$2,3 bilhões / Preço fixado R\$43,50 / Free Float de 6,9% para 14,8%

14/12/2007 – Oferta Pública Secundária de Ações do BB – Protocolo CVM

Captação total R\$3,443 bilhões / Preço fixado R\$29,25 / Free Float de 14,5% para 21,7%

30/06/2010 – Oferta Pública de Ações Primária e Secundária - Protocolo ANBIMA

Captação total R\$9,761 bilhões / Preço fixado R\$24,65 / Free Float de 21,7% para 30,4%

Ao todo, o banco colocou 356.849.660 ações ON, sendo 286 milhões em oferta primária.

28/06/2011 – Comunicado ao Mercado

Há 5 anos, no dia 28.06.2006, as ações do BB passaram a ser negociadas no NM da BM&F Bovespa. O BB aderiu ao segmento de forma voluntária, atendendo às exigências do Regulamento de Listagem. O Banco realizou, desde então, três ofertas de ações que fizeram com que seu free float aumentasse de 6,9% para 30,4%, superando os 25% exigidos pelo Regulamento do Novo Mercado.

## Apêndice B – Leis/Medidas que aperfeiçoaram a Lei das S/A e CVM

- Lei nº 9.457/97 – Altera dispositivos da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76 ampliando o leque de penalidades possíveis de serem aplicadas pela CVM e instituindo o termo de Compromisso, que possibilita a suspensão do procedimento administrativo, desde que o acusado interrompa a prática do ato ilícito e indenize os prejudicados.
- Lei nº 11.638/07 - Altera e revoga dispositivos das Leis nº 6.404/76 e nº 6.385/76 atualizando a legislação societária brasileira ao estender às sociedades de grande porte, com receita bruta superior a R\$300 milhões ou ativo total superior a R\$240 milhões, disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras nos padrões internacionais obrigatoriamente auditadas.
- Medida Provisória nº 449/08 - Altera tanto a legislação tributária quanto a societária do Brasil, no qual determina que as demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela CVM e serão obrigatoriamente submetidas à auditoria por auditores independentes nela registrados.

## ANEXOS

### Anexo A – Código de Conduta

#### Código de Conduta:

Agrega valor à organização por ser um conjunto de regras elaboradas com clareza pela Diretoria, que procuram orientar e disciplinar a conduta dos administradores e funcionários conforme as políticas, princípios, responsabilidades sociais e ambientais da organização definidas pelo seu Conselho de Administração. Devendo apresentar caminhos para denúncias ou resoluções de ordem ética, o código deve abranger o relacionamento entre conselheiros, diretores, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes interessadas (stakeholders), de forma a não permitir que tanto conselheiros como executivos exerçam autoridades em benefício próprio ou de terceiros.

#### Conflito de Interesse:

Existe a partir do momento em que o indivíduo não se encontra independente em relação a um determinado assunto, podendo influenciar ou tomar decisões motivados pelo interesse distinto daquele traçado pela organização. Quando houver, o agente deve se reportar ao conselho e se afastar das discussões e deliberações, sem-descuidar dos deveres legais do administrador. Procurando evitar o mau uso dos ativos da organização e, especialmente os abusos em transações entre partes relacionadas, o Conselho de Administração tem o dever de monitorar e administrar potenciais conflitos de interesses provenientes dos executivos, membros do Conselho e até mesmo dos sócios.

#### Informações privilegiadas (insider information):

O uso de informações privilegiadas para benefício próprio ou de terceiros deve ser enquadrado no Código de Conduta como violação ao princípio básico da equidade. A organização deve dispor, em documento específico, sobre como proceder para evitar ou punir o uso indevido dessas informações.

#### Política de negociação de ações:

Deve ser adotada pela companhia aberta, por deliberação no Conselho de Administração, com o propósito de monitorar os sócios controladores, diretores, conselheiros administrativos, fiscais, órgãos estatutários e ex-administradores, possíveis detentores de qualquer informação relevante que ainda não tenha sido divulgada, obtida em razão de cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem no mercado de valores mobiliários.

#### Política de divulgação de informações:

Para materializar o princípio da transparência, é extremamente satisfatório que a organização formalize uma política de divulgação de informações, procurando repassar ao mercado as informações que vão além daquelas previstas em leis e regulamentos. É recomendável que a organização disponibilize ao mercado seu relatório anual, incluindo as demonstrações financeiras e os relatórios socioambientais.

#### Política sobre contribuições e doações:

Buscando melhorar a transparência sobre a utilização dos recursos dos seus sócios, as organizações devem elaborar uma política sobre contribuições voluntárias, inclusive políticas. O Conselho de Administração deve ser o responsável por aprovar todos os desembolsos relacionados às atividades políticas. Anualmente a organização deve divulgar todos os seus custos provenientes das atividades voluntárias. A política deve deixar claro que a promoção e o financiamento de projetos filantrópicos, culturais, sociais e ambientais possuem relação com o negócio da organização, ou contribuam para o seu valor.

#### Política de combate a atos ilícitos:

Deve ser aplicada na organização a fim de definir os conceitos e as diretrizes na prevenção e no combate aos atos ilícitos.

## Anexo B - Principais Pontos da Lei SOX

### Conselho de Auditores de Companhias Abertas (PCAOB)

- *Seção 102*: Trata da organização do PCAOB e de suas atribuições.
- *Seção 103*: Define regras e padrões de auditoria, controle de qualidade e independência.
- *Seção 104*: Determina que o PCAOB crie um programa permanente de inspeção nas empresas de auditoria registradas na SEC.
- *Seção 109*: Define o financiamento e taxas de funcionamento do PCAOB.

### Independência do Auditor

- *Seção 201*: Define serviços que são proibidos para os auditores dentro das companhias que auditam.
- *Seção 202*: Determina a necessidade da aprovação prévia do comitê de auditoria para qualquer outro serviço prestado pelos auditores independentes da companhia.
- *Seção 203*: Determina a rotatividade a cada 5 anos do sócio responsável por cada cliente, em empresa de auditoria.
- *Seção 204*: Cria regras para comunicação entre os auditores contratados e o comitê de auditoria da companhia.

### Responsabilidades da Empresa

- *Seção 301*: Define as funções atribuídas e nível de independência do comitê de auditoria em relação à direção da empresa.
- *Seção 303*: Proíbe a conduta imprópria de auditor por influência fraudulenta, coação ou manipulação, não importando se intencional ou por negligência. Proíbe diretores e funcionários da empresa de tomar qualquer medida para influenciar os auditores.
- *Seção 305*: Define as responsabilidades e penalidades a cargo dos diretores da empresa.

- *Seção 307*: Cria regras de responsabilidade para advogados obrigando-os a relatar evidências de violação importante da companhia para a qual prestam serviços, devendo reportar-se ao comitê de auditoria, se não forem ouvidos pela diretoria.

#### Aprimoramento das Divulgações Financeiras

- *Seção 401*: Obriga a divulgação das informações trimestrais e anuais sobre todo fato material não relacionado com o balanço, patrimonial, tais como: transações, acordos, obrigações realizadas com entidades não consolidadas, contingências e outras. Também exige a divulgação de informações financeiras não relacionadas com as normas geralmente aceitas (de acordo com o GAAP).
- *Seção 402*: Obriga a divulgação das principais transações envolvendo a diretoria e os principais acionistas da companhia. Nenhum diretor ou funcionário graduado de companhia aberta poderá receber, direta ou indiretamente, empréstimos em companhia aberta.
- *Seção 406*: Define o Código de ética para os administradores, alta gerência e gerência.
- *Seção 409*: Obriga a divulgação imediata e atual de informações adicionais relativas a mudanças importantes na situação financeiras ou nas operações da companhia.

#### Responsabilidade por Fraude Corporativa ou Criminal

- *Seção 802*: Define as penalidades criminais por alteração / destruição / falsificação de documentos a serem utilizados nas vistorias da SEC.
- *Seção 806*: Cria os meios de proteção aos funcionários de empresas de capital aberto que denunciarem fraude na companhia em que trabalham.
- *Seção 807*: Define as penalidades criminais por prejudicar acionistas minoritários de empresas de capital aberto com informações inverídicas.

#### Aumento das Penalidades para Crimes de Colarinho Branco

- *Seção 906*: Aumenta a responsabilidade da diretoria sobre as demonstrações financeiras e define as penalidades para as infrações.