

TCC/UNICAMP

B32g

3576/IE

*Governança corporativa
Finanças - Brasil - 2001-2008*

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAM
INSTITUTO DE ECONOMIA



1290003576

**GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO SETOR FINANCEIRO BRASILEIRO
(2001 – 2008)**

2008 15 383

**Bruno Batista
RA: 037374**

**Orientação:
Profa. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi**



| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

ÍNDICE

| Capítulo | Item | Título |
|------------|----------|--|
| | | <i>Objetivo</i> |
| | | <i>Introdução</i> |
| | | |
| I | | <i>Governança Corporativa no Brasil</i> |
| I | 1 | Governança Corporativa: Contexto e Definição |
| I | 2 | Níveis de Governança Corporativa |
| I | 3 | IGC – Índice de Governança Corporativa |
| | | |
| II | | <i>Governança Corporativa no Setor Financeiro</i> |
| II | 1 | Instituições Financeiras Privadas - Governança e Propriedade |
| II | 2 | Instituições Financeiras Públicas – Governança, Valorização e Proteção |
| | | |
| III | | <i>Conclusão</i> |
| | | <i>Bibliografia</i> |
| | | <i>Anexos</i> |

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

PALAVRAS – CHAVE:

Governança Corporativa, Bovespa, Bradesco, Banco do Brasil.

OBJETIVOS

O presente trabalho propõe-se a analisar a forma como a “Governança Corporativa” é adotada na economia brasileira, assim como a discussão teórica que acompanha o tema. Mais especificamente, serão analisadas as práticas difundidas no setor financeiro nacional. Dentre as instituições financeiras presentes neste escopo serão estudadas as práticas dos dois maiores bancos nacionais, Banco Bradesco S.A. e Banco do Brasil S.A.. Por fim, pretende-se realizar análise entre a Governança Corporativa destes agentes, possibilitando uma comparação setorial do tema.

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais apresenta-se no cenário econômico mundial como uma fonte de financiamento relativamente barata ao alcance das empresas. Tal forma de captação de recursos é largamente utilizada atualmente pelas sociedades anônimas nacionais e, historicamente pelas companhias internacionais. No entanto, até a estabilização econômica com o Plano Real, o planejamento de abertura de capital não estava entre os principais objetivos na economia brasileira.

Em panorama histórico, até os anos 70, os grandes grupos empresariais nacionais contavam com formas alternativas de financiamento. Os próprios lucros dos exercícios apurados pelas empresas, acompanhados do fácil acesso a financiamentos públicos para incentivar a expansão e modernização da infra-estrutura nacional, eram capazes de suprir a demanda nacional, sendo que esta se baseava em uma economia relativamente fechada e pouco dinâmica.

A partir de 1974, gênese do II Plano Nacional de Desenvolvimento, até a crise da dívida culminada pelo ajuste externo de 1982, as empresas privadas do país passaram

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

a aproveitar os ganhos de arbitragem propiciados pelo fenômeno conhecido como “Ciranda Financeira”. Tal movimento explica-se pela decisão de retirada do capital da esfera material na sua forma mais concreta, o investimento produtivo, e destiná-lo para a esfera financeira. Nesta lógica, as empresas privadas, em contexto de baixo crescimento econômico, desvalorizações cambiais, inflação incipiente e curto horizonte de investimento, optam por não mobilizar recursos na esfera produtiva, alocando tais recursos em títulos da dívida pública.

Apesar de neste período emergir fortemente a lógica financeira, o mercado de capitais não se apresentou como opção atraente. As empresas privadas não tinham estímulos a optar pela abertura de seu capital, primeiramente porque tinham fácil acesso aos títulos da dívida pública, os quais prometiam altas taxas de juros nominais e, principalmente, proteção contra a inflação. Em segundo lugar, os grandes grupos nacionais não optaram por emitir ações, pois a estrutura de capital fechado propicia aos administradores um raio de ação mais amplo, sem a necessidade de consultar conselhos de administração, votos de acionistas ordinários e a conseqüente prestação de contas.

Após anos de seqüenciais e falíveis planos de estabilização, uma mudança no cenário internacional fez com que os países emergentes conseguissem estabilizar suas economias e observar um novo contexto de financeirização internacional. Os países do clássico centro dinâmico não mais eram atrativos aos fluxos de capital internacionais.

Nos anos 90, os países que desempenhavam esforços para a formação do Euromercado firmaram acordos para alinhar suas economias estipulando, dentre outras metas, baixas taxas de juros, faixas de inflação controladas, gerando efeitos severos, como o baixo crescimento das produções nacionais.

Paralelamente, o Japão padecia sobre a constante estagnação da economia gerada pelo Acordo de Plaza em 1985. Com o objetivo de retomar o crescimento, a política econômica adotada foi a redução dos juros básicos para 0%. Tal medida visava retomar a atividade econômica através da ampliação do consumo e investimento de sua população.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporaic Madi |

Observando o panorama dos anos iniciais da década de 90, o mercado internacional e os investidores encontravam-se carentes de praças que fornecessem rendimentos consideráveis. Assim, ao passo que as taxas de juros nos países do centro minguavam-se, os países periféricos acenavam para o restante do mundo com elevadas taxas de juros. Os países periféricos apresentavam altas taxas de inflação, *ratings* de risco preocupantes, desconfiança de um novo mercado, instabilidade política como no caso do Brasil onde ocorria neste momento o “*impeachment*” do Presidente eleito Fernando Collor de Mello. Apesar de tais indicadores negativos, os rendimentos reais eram atrativos, gerando fluxos de recursos para estes países periféricos.

A partir do momento que tais divisas são remetidas, os países periféricos passam a dispor da capacidade de arbitrar o valor do câmbio e efetuar medidas econômicas que se apresentaram exitosas no que se propunham, controlar a inflação acelerada. No caso do Brasil, o arbitramento do câmbio aliado à abertura econômica possibilitou a entrada de produtos importados com preços mais acessíveis. Desta forma, os produtores nacionais depararam-se com concorrência direta com produtos que, além da alta qualidade, não eram afetados pela inflação vista no mercado interno.

Brevemente, pode-se afirmar que a despeito dos demais efeitos colaterais de tais medidas, como o baixo crescimento, a economia brasileira encontrou formas de manter a estabilidade. Aliando-se medidas para estabilização da economia, contenção da inflação, altas taxas de juros e desregulamentação à entrada e saída de recursos no país, cria-se um ambiente propício ao surgimento do mercado de capitais, assim como ocorreu no mercado internacional para os demais países em desenvolvimento.

Neste âmbito, as empresas passaram a dispor do mercado de capitais como forma adicional de captação de recursos. Tal opção, principalmente ao final dos anos 90, passa a ser amplamente explorada tanto pelas pessoas jurídicas, como tomadoras, como pelas pessoas físicas, como investidoras.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Maci |

1. Governança Corporativa no Brasil

A iminência de um mercado de capitais organizado e com fortes perspectivas de crescimento no Brasil traz consigo discussões quanto à eficiência, confiança e transparência deste novo segmento. A migração de recursos cada vez mais vultosos para este mercado amplia a importância do fenômeno denominado pela nova teoria microeconômica como “Conflito de Agência”.

O mencionado conflito surge a partir do momento em que o poder de decisão é cindido em uma corporação. Ao passo que as companhias adotam o modelo societário de abertura de capital, negociado em bolsa de valores, abre-se a possibilidade da entrada de diversos novos proprietários, os acionistas. A polarização entre proprietários e administradores das corporações propicia o surgimento de divergências de opiniões quanto às metas futuras, sendo essa discrepância de objetivos classificada como o “Conflito de Agência”.

Claramente, a disputa de interesses entre os acionistas (proprietários) e os administradores (controladores) pode causar efeitos adversos no desempenho empresarial. Priorizando o objetivo final dos acionistas, elevando os lucros a serem distribuídos, a empresa pode pecar pela falta de capital para refinanciamento, pesquisa e desenvolvimento, desfavorecendo sua capacidade produtiva e comprometendo sua expansão. Paralelamente, o foco voltado somente para a ampliação e solidificação da atuação no mercado através de refinanciamento, destinando parcela reduzida de lucro aos acionistas, promove uma rejeição das ações que pagam baixos dividendos culminando em desvalorização dos papéis.

Atrelado ao conflito descrito nos parágrafos anteriores, existe o conceito do “Custo de Agência”. A discussão entre os agentes detentores do controle e da propriedade, no momento em que não possuem alinhamento, gera custos adicionais às corporações.

De acordo com *Brigham e Ehrhardt (2002)*, os principais custos de agência entre acionistas e administradores são:

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

- Despesas com monitoramento e fiscalização das ações dos administradores;
- Despesa com estruturação organizacional, de forma a limitar o comportamento divergente dos administradores, como nomear investidores externos para o conselho de administração;
- Custo de oportunidade, ocasionados quando restrições são impostas aos administradores pelos proprietários, limitando a habilidade dos primeiros em tomar decisões que iriam aumentar a riqueza do acionista.

Em linhas gerais, com o objetivo de amenizar os conflitos, os acionistas arcam com o custo de agência, que incluem todos os custos relativos para fazer com que as ações dos administradores visem o atendimento dos interesses dos proprietários, que é o de maximizar o preço das ações e propiciar elevados níveis de pagamento de dividendos.

1.1. Governança Corporativa: Contexto e Definição

No contexto desenhado até este ponto, diversos estudos foram realizados para desenvolver o tema do conflito da agência, buscando ferramentas para alinhar as metas traçadas pelos controladores com o objetivo de lucratividade dos acionistas. A partir de tais estudos, principalmente o realizado por *Mendonça de Barros e Scheinkman (2000)*, foram delineadas práticas e diretrizes capazes de minimizar o custo de agência, respeitando as especificidades do mercado brasileiro.

O conjunto de diretrizes baseadas no estudo mencionado anteriormente gerou e moldou as práticas de Governança Corporativa no mercado nacional ultrapassando o objetivo inicial de sanar o custo de agência, transcendendo para uma discussão maior, tornando tal lógica uma ferramenta para tornar as empresas mais sólidas e preparadas para o mercado de capitais, fazendo com que este último criasse condições e estrutura para seu desenvolvimento.

Governança Corporativa é, segundo a definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC:

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.”¹

Os importantes aspectos da boa Governança Corporativa incorporam a transparência de informações e gestão, a equidade no tratamento dos acionistas, a costumeira prestação de contas e a adoção de procedimentos éticos com concorrentes, fornecedores, empregados, investidores e mercado. Nos termos delineados pelo IBGC, as quatro diretrizes básicas da governança na economia nacional foram definidas da seguinte forma:

➤ **Transparência**

“Mais do que “a obrigação de informar”, a Administração deve cultivar o “desejo de informar”, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.”

➤ **Equidade**

“Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais “partes interessadas”

¹ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2004).

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

(stakeholders), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.”¹

➤ **Prestação de Contas**

“Os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.”

➤ **Responsabilidade Corporativa**

“Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.”

Todos os pilares da estrutura da Governança Corporativa foram concebidos para promover aos acionistas, às partes interessadas e ao mercado, melhores informações sobre a real condição das sociedades. Não se fundamenta somente sobre a qualidade das informações, mas esta prática administrativa também se compromete com direito de participação crescente de todos os acionistas, com a responsabilidade mútua entre estes e administradores, além de proporcionar uma discussão larga sobre os modelos de propriedades das sociedades anônimas no Brasil.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

1.2. Níveis de Governança Corporativa

Para tornar as discussões e suas conseqüentes conclusões em práticas plausíveis, materiais e formalizadas, a Bolsa de Valores de São Paulo adotou o sistema dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa com base na nova Lei das Sociedades Anônimas, Lei nº. 10.303 de 2001. O sistema foi criado para estabelecer metas de governança às empresas listadas na bolsa de valores que interessassem em participar do seletivo grupo alinhado a nova lógica de administração.

Basicamente, o sistema de níveis diferenciados foi segmentado em 3 patamares, os quais possuíam estipulações cumulativas de melhora nos quatro pilares de governança destacados anteriormente. Os patamares foram denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais se sobrepõem ao mercado tradicional de negociação de ações, uma vez que respeitam e, muitas vezes, superam as solicitações de transparência, equidade, responsabilidade corporativa e modelos de propriedade exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

1.2.1. Nível 1 de Governança Corporativa

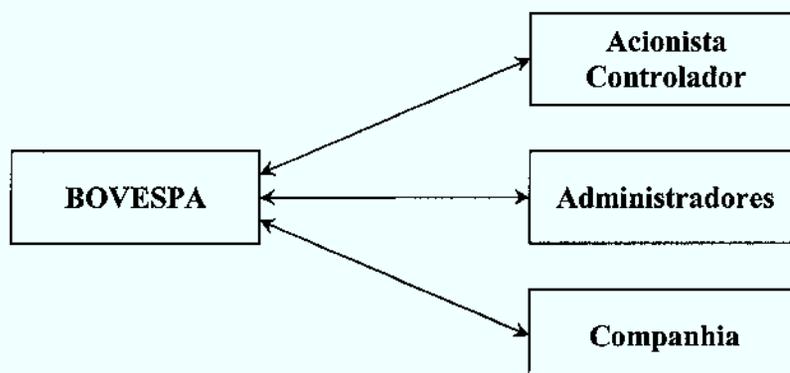
O Nível 1 de Governança Corporativa é o patamar básico de diferenciação por práticas administrativas de governança. Este segmento foi desenvolvido para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesse segmento oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de Governança Corporativa relacionadas à transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de seu desempenho.

As empresas que desejarem ter visibilidade e demonstrar confiança, responsabilidade, transparência e equidade ao mercado por meio do Nível 1 de Governança Corporativa estipulado pela Bovespa devem, inicialmente, fazer adesão ao Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1. Este

contrato deve ser firmado por quatro agentes, afirmando que haverá um esforço conjunto para contemplar todas as exigências para atuação em tal segmento:

Contrato de Adoção – Nível 1



Como mencionado anteriormente, o contrato de adoção determina uma série de práticas a serem adotadas pelas companhias para atuar neste segmento diferenciado da bolsa de valores. Dentre as diversas solicitações, cabe citar as de maior importância:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital, no momento da realização de distribuições públicas de ações.

A listagem completa com as empresas listadas neste nível consta no Anexo. Tendo observado os requisitos necessários para as companhias atuarem no Nível 1 da Bolsa de Valores de São Paulo, cabe analisar os requisitos solicitados pelos demais níveis diferenciados de governança.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

1.2.2. Nível 2 de Governança Corporativa

Em continuidade à análise dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, ressalta-se que as companhias que ultrapassarem os requisitos determinados na seção anterior, os quais são pressupostos para atuação no Nível 1, podem atender as especificidades do Nível 2.

Este segmento situa-se um patamar acima do nível descrito previamente. As exigências de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa são mais elevados e rígidos. A literatura convencional que trata sobre o tema afirma que conforme a elevação do nível de governança das Sociedades aumenta, diretamente, a confiança perante os acionistas e o mercado, propiciando melhores condições de negociação de suas ações.

De forma similar ao Nível 1 de Governança Corporativa, deve-se firmar o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, abrangendo os mesmos agentes signatários.

Abaixo restam discriminados os requisitos para atuação neste patamar intermediário das práticas de Governança Corporativa. Para melhor visualização, as determinações descritas na seção anterior não serão repetidas neste ponto. Como o segundo segmento de governança engloba os pressupostos do Nível 1, serão listadas abaixo somente as requisições específicas do Nível 2:

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (tag along).
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Como podemos observar, os requisitos do Nível 2 expostos acima são formas mais elaboradas de fortalecer a imagem das companhias perante o mercado de capitais. Dentre as medidas específicas deste segmento de mercado, pode-se observar a promoção do controle sobre o poder de decisão dos administradores ao passo em que as ações preferenciais possuem direito a voto em determinadas matérias, a limitação do mandato do Conselho de Administração, entre outras.

Paralelamente, cabe salientar que a manutenção de uma companhia neste nível mais elevado de Governança Corporativa, buscando melhor aceitação das ações no mercado, resulta em custos maiores. Dentre os gastos mais elevados pode-se citar a contratação de auditorias e profissionais mais qualificados para realizar os controles necessários para revisão e elaboração de demonstrativos financeiros de acordo com os padrões internacionais ou americanos de contabilidade (IFRS ou USGAAP), além do padrão brasileiro (BR GAAP).

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

1.2.3. Novo Mercado

Por fim, a Bolsa de Valores de São Paulo e os estudiosos do tema basearam-se em moldes internacionais das melhores práticas de Governança Corporativa e idealizaram o nível máximo desta lógica no mercado nacional, o Novo Mercado. Um segmento que superasse as requisições da legislação brasileira e, ademais, servisse de modelo para as demais nações com um mercado de capitais incipiente.

Além das regras estipuladas aos níveis anteriores de governança, o Novo Mercado acrescenta duas novas diretrizes que inserem as companhias deste patamar nos maiores níveis de transparência e democracia entre os acionistas, estendendo direitos de voto e venda das ações a todos os proprietários, independente da quantidade de ações que possuem. As regras específicas do Novo Mercado são:

- Capital Social composto exclusivamente por ações ordinárias;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along);

Como mencionado na seção anterior, os custos de manutenção e controle de uma companhia no segmento do Novo Mercado são ainda mais elevados. Tanto os gastos com auditoria, tanto interna como externa, publicação de balanços nos padrões semelhantes ao segundo nível de governança, contratação de profissionais mais qualificados para atender um mercado de acionistas mais pulverizado, são superiores aos demais níveis. A Bolsa de Valores de São Paulo, em conjunto com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, concluem que as companhias que se inserem nos moldes do Novo Mercado possuem benefícios que sobrepõe os custos mais elevados.

“Sob a ótica das companhias, aquelas que se enquadrarem às regras do NM poderão obter do mercado uma melhor precificação de suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de captação. Este pressuposto se baseia em diversos estudos e avaliações empíricas que demonstram que os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações das companhias que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.”

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA

A principal característica do Novo Mercado é a composição completa de ações ordinárias, eliminando as ações preferenciais do mercado e de sua tesouraria. Esta medida faz com que todos os acionistas, por menor que sejam, possuam direito a voto. Claramente, o poder de decisão é diretamente proporcional à quantidade de ações que cada proprietário possui. No entanto, tal medida dissipa o poder de decisão, possibilitando uma proteção maior contra decisões da cúpula administrativa que entrem em confronto com as metas dos acionistas. Em termos consolidados, pode-se determinar e comparar as principais características dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, inclusive o mercado tradicional, segundo o quadro abaixo:

Quadro 1 – Comparativo Níveis de Governança Corporativa

| | NOVO MERCADO | NÍVEL 2 | NÍVEL 1 | TRADICIONAL |
|---|---|---|--|--|
| Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float) | No mínimo 25% de free float | No mínimo 25% de free float | No mínimo 25% de free float | Não há regra |
| Características das Ações Emitidas | Permite a existência somente de ações ON | Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais) | Permite a existência de ações ON e PN | Permite a existência de ações ON e PN |
| Conselho de Administração | Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes | Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes | Mínimo de três membros (conforme legislação) | Mínimo de três membros (conforme legislação) |
| Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional | US GAAP ou IFRS | US GAAP ou IFRS | Facultativo | Facultativo |
| Concessão de Tag Along | 100% para ações ON | 100% para ações ON - 80% para ações PN | 80% para ações ON (conforme legislação) | 80% para ações ON (conforme legislação) |
| Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado | Obrigatório | Obrigatório | Facultativo | Facultativo |

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

1.3. Índice de Governança Corporativa – IGC

Para complementar a análise sobre a Governança Corporativa no mercado brasileiro, cabe estudar o indicador de desempenho das ações com níveis de governança diferenciados, o IGC.

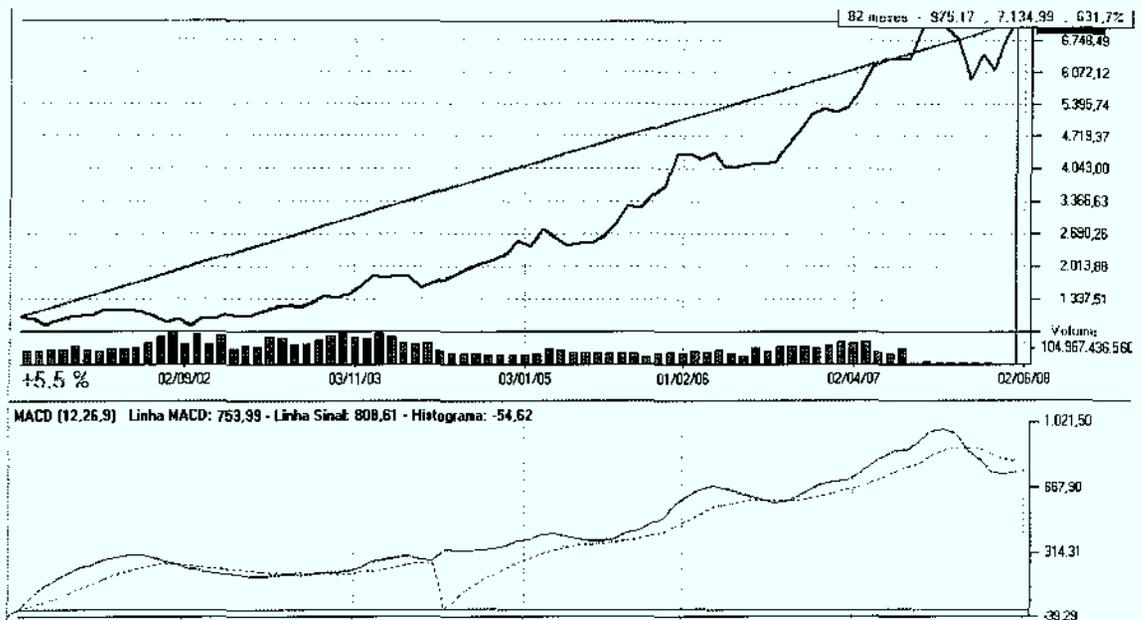
O Índice de Ações com Níveis de Governança Corporativa Diferenciada – IGC – baseia-se na análise de desempenho de uma carteira composta pelas ações de companhias que se comprometeram, em diferentes momentos, a se enquadrar nos níveis de governança estipulados pela bolsa de São Paulo.

Em linhas gerais, as ações das companhias passam a fazer parte da carteira teórica a partir da abertura do pregão seguinte ao dia de sua adesão ao nível definido. O critério de exclusão segue o mesmo padrão, tomando como data inicial o dia 25 de Junho de 2001.

Tendo tais limites de inclusão e exclusão definidos, as ações que compõe o índice recebem ponderações diferenciadas:

- Ações do Novo Mercado: Multiplicação do seu valor de mercado pelo peso de 2,0.
- Ações do Nível 2: Multiplicação do seu valor de mercado pelo peso de 1,5.
- Ações do Nível 1: Multiplicação do seu valor de mercado pelo peso de 1,0.

Para os objetivos desta monografia, tais caracterizações tornam-se suficientes para a análise, sem necessidade de demonstrar os critérios de cisões, fusões de companhias, e seus conseqüentes impactos no índice.

IGC – Evolução Mensal

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa – Junho de 2001 – Maio de 2008.

Através dos registros mensais do Índice de Ações com Níveis de Governança Corporativa Diferenciada, tomando como base o mês de Junho de 2001 até Maio de 2008, observa-se que a carteira teórica, ponderada como descrito anteriormente, acumulou elevação de 630%.

O conjunto de regras dispostas pela legislação brasileira, aliadas à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários e os altos níveis de exigência do mercado, a Governança Corporativa na economia nacional passa a ser amplamente difundida. Tais práticas ultrapassaram seu intuito original de simplesmente tornar as empresas mais sólidas e preparadas para o mercado. O resultado a que se chega com a governança é a estruturação de um sistema desenvolvido do mercado de capitais brasileiro, proporcionando formas de financiamento melhores e mais acessíveis para as empresas, ampliando sua capacidade produtiva, impactando diretamente na vida da população, através de emprego e renda.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

2. Governança Corporativa no Setor Financeiro

O objetivo inicial, apresentado no capítulo anterior, foi delinear o contexto em que a Governança Corporativa tornou-se uma prática administrativa necessária na economia nacional. Este momento, marcado pelo fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, moldou uma série de requisitos e diretrizes para as empresas que desejassem listar suas ações nos segmentos diferenciados de governança, os quais também foram destacados na seção anterior.

No entanto, observando as especificidades dos moldes brasileiros de Governança Corporativa, é possível questionar quanto as suas aplicações nos diferentes setores da economia. Não necessariamente os diversos ramos de atividade irão adotar determinados níveis desta prática administrativa, ou em outras palavras, diferentes tipos de agentes econômicos, diferentes indústrias, ramos de serviços, entre outros, buscaram patamares similares de governança.

Existem setores na economia brasileira que requerem tratamento especial, quando abordado o tema da Governança Corporativa. As companhias do setor financeiro listadas na Bolsa de Valores de São Paulo pertencem a um segmento que merecem atenção especial.

Observando a relação das 161 empresas listadas nos níveis diferenciados, sendo 43 no Nível 1, 19 no Nível 2 e 99 no nível máximo de governança, o Novo Mercado, observa-se uma nítida concentração dos agentes financeiros em apenas um nível. O quadro abaixo segrega as instituições financeiras e o segmento em que se submetem:

Quadro 2 – Governança Corporativa
Distribuição das Instituições Financeiras

Distribuição - Setor Financeiro (Junho de 2008)

| Nível 1 | Nível 2 | Novo Mercado |
|--|-------------------------|--------------------------|
| 1 Banco Bradesco S.A. | 1 Banco ABC Brasil S.A. | 1 Banco do Brasil S.A. |
| 2 Banco Cruzeiro do Sul S.A. | | 2 Banco Nossa Caixa S.A. |
| 3 Banco Daycoval S.A. | | |
| 4 Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A. | | |
| 5 Banco Industrial e Comercial S.A. | | |
| 6 Banco Indusval Multistock S.A. | | |
| 7 Banco Itaú Holding Financeira S.A. | | |
| 8 Banco Panamericano S.A. | | |
| 9 Banco Pine S.A. | | |
| 10 Banco Sofisa S.A. | | |
| 11 Paraná Banco S.A. | | |
| 12 Unibanco Holdings S.A. | | |
| 13 Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A. | | |

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa

Duas questões podem ser claramente levantadas observando o quadro acima. Primeiramente, observando-se a concentração de 13 agentes financeiros no segmento do Nível 1 de Governança Corporativa, em quanto somente um consta no segundo nível e, adicionalmente, somente dois estão no Novo Mercado, leva-nos a questionar qual a motivação que as companhias deste setor específico têm em permanecer no nível mais simples de governança.

Em segundo momento, analisando individualmente quais são os agentes listados em cada extremo dos níveis diferenciados, observa-se que justamente as instituições financeiras públicas estão listadas no nível máximo de governança, enquanto no limite oposto, resta a esmagadora maioria dos agentes financeiros privados de capital aberto no mercado brasileiro. Tendo colocado estas especificidades do setor financeiro brasileiro, pode-se resumir o tema em duas questões básicas.

- Qual a motivação que leva as instituições financeiras privadas a permanecerem em níveis menores de Governança Corporativa?
- Qual a motivação que leva as instituições financeiras públicas a permanecerem em níveis maiores de Governança Corporativa?

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

2.1. Instituições Financeiras Privadas – Governança e Propriedade

Tendo colocado inicialmente o quadro de segregação das instituições financeiras do Brasil nos três determinados segmentos de Governança Corporativa, expondo a clara alocação das instituições financeiras privadas no nível mais básico, cabe analisar as razões que favorecem tal fenômeno.

Primeiramente, é necessário analisar quais as regras requisitadas pelos dois níveis de governança mais elevados e, com tal base, estudar as especificidades do setor financeiro privado nacional. Com tal trajetória, pretende-se concluir quais regras desmotivam a migração dos bancos privados para níveis mais comprometidos e rígidos quanto a essa prática administrativa.

Com a finalidade de tornar a hipótese estipulada acima e suas análises mais palpáveis, serão utilizadas as informações disponíveis sobre o Banco Bradesco S.A., como representante das instituições financeiras privadas que submeteram suas ações ao Nível 1 de Governança Corporativa.

O Banco Bradesco S.A, reconhecido como maior banco privado do Brasil, contando com grande participação no mercado bancário nacional, possui ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Entretanto, comprometeu-se somente em aderir ao Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 no ano de 2001:

“Consciente de que estar cotado em Bolsa de Valores é primordial para o desenvolvimento das corporações, o Bradesco aderiu, em junho de 2001, ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), reafirmando o compromisso de buscar a valorização do patrimônio dos seus acionistas, sempre utilizando instrumentos que permitam gerar condições de maior liquidez das ações.”²

Seguindo a lógica determinada ao início desta seção, passemos a análise dos requisitos comuns ao Nível 2 de governança e Novo Mercado, para buscar motivações

para manter os bancos privados no Nível 1. Abaixo consta o quadro com as regras dos segmentos mencionados. Cada requisito será analisado a seguir, levando sempre em consideração a motivação que as instituições privadas teriam em rejeitá-las.

Quadro 3 – Requisitos Nível 2 e Novo Mercado

| Requisitos - Nível 2 de Governança Corporativa | | |
|---|---|------------|
| 1 | Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, <u>80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (tag along).</u> | Não |
| 2 | Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral. | <u>Sim</u> |
| 3 | Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, <u>nas hipóteses de fechamento do capital</u> ou cancelamento do registro de negociação neste nível. | Não |
| 4 | Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes. | Não |
| 5 | Divulgação de <u>demonstrações financeiras</u> de acordo com <u>padrões internacionais IFRS ou US GAAP.</u> | Não |
| 6 | Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários. | Não |
| Requisitos - Novo Mercado | | |
| 7 | Capital Social composto exclusivamente por ações ordinárias; | <u>Sim</u> |
| 8 | Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along); | Não |

O quadro acima foi elaborado com as menções “Sim” e “Não” em sua última coluna. A primeira classificação faz referência às regras que poderiam entrar em desacordo com as lógicas de administração das instituições financeiras privadas no Brasil. A segunda menção, em contrapartida, classifica as regras que não afetariam a decisão de subir os níveis de governança destes agentes.

Analisemos abaixo primeiramente os itens marcados com a referência “Não”:

1. Extensão do Tag Along para todos os acionistas ordinários e para, no mínimo 80% do valor para os acionistas preferenciais.

² Banco Bradesco S.A. – Informações Anuais, Informações Sobre Governança Corporativa, 2007.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

Sobre a concessão do Tag Along aos acionistas, pode-se afirmar que não se apresenta como um limitador, ou motivação, para que as instituições financeiras não subam seu nível de governança. Para justificar tal afirmativa, basta analisar o relatório de governança do Banco Bradesco.

“Em dezembro de 2003 foi incorporado ao Estatuto Social o Tag Along que, em eventual alienação do controle da Sociedade, garantirá às ações ordinárias dos minoritários o recebimento de 100% do preço pago por ação integrante do bloco de controle e, às preferenciais, 80% desse valor-base.”³

Observa-se que, mesmo desobrigado a conceder o Tag Along por estar submetido às regras do Nível 1, o Banco Bradesco S.A. voluntariamente concede tal benefício aos seus acionistas.

Claramente, tal atitude pode não ser difundida entre todas as instituições financeiras listadas no Nível 1, mas tal ocorrência dá razões para acreditar que não é um limitador, um motivo de força extrema, que impede a elevação dos níveis de governança destes agentes em particular.

3. Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível.

Dentro das limitações do Nível 2 de Governança Corporativa está estabelecido que, em caso de fechamento do capital da sociedade ou esta descontinuar suas atividades no nível determinado, é necessário que seja estendido a todos os acionistas a condição de aquisição das ações por, no mínimo, o valor econômico destas. Caso a operação seja de venda da companhia, deve-se buscar manter o mesmo valor adquirido pelo acionista controlador na operação para todos os demais acionistas.

O requisito acima claramente pode ser considerado oneroso para uma companhia de qualquer segmento específico, inclusive o setor financeiro. No entanto, como será

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

exposto adiante, tal requisito não pode ser considerado como o limitador principal para a elevação do nível de Governança Corporativa de uma companhia.

4. Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.

A exigência do Conselho de Administração nos moldes determinados pela Bolsa de Valores de São Paulo e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa tem como objetivo a dispersão do poder através das diferentes opiniões e posições de seus componentes.

Eleger membros independentes promove a fiscalização das sociedades de capital aberto, além de inserir interesses externos, porém interessados, no conselho. A rotatividade é perseguida através dos mandatos predeterminados de dois anos, podendo existir a reeleição.

Em relação a este requisito, pode-se afirmar que os moldes dos Conselhos de Administração não se tratam de limitações aos agentes financeiros nacionais, uma vez que a maioria destes apresentam conselhos em formatos iguais ou mais rígidos do que os estipulados pelos Níveis 2 e Novo Mercado.

No ano de 2008, o conselho do Banco Bradesco S.A. é formado por 7 membros, 2 acima do necessário pela regra do Nível 2. Além disso, tal grupo conta com a participação de um membro independente:

- Lázaro de Mello Brandão – Presidente
- Antônio Bornia – Vice-Presidente
- Mário da Silveira Teixeira Júnior – Membro
- Márcio Artur Laurelli Cypriano – Membro
- João Aguiar Alvarez – Membro
- Denise Aguiar Alvarez Valente – Membro

³ Banco Bradesco S.A. – Informações Anuais, Informações Sobre Governança Corporativa, 2007.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

- Ricardo Espírito Santo Silva Salgado – Membro Independente (Portugal)

5. Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.

A regra acima determina a elaboração e divulgação de informações e demonstrações financeiras em padrões de contabilidade aceitos internacionalmente. No Brasil é utilizado o padrão denominado BR GAAP. Desta forma, as empresas que optarem pelos dois níveis mais elevados de governança devem adotar ou o padrão internacional de demonstrações contábeis – IFRS – ou optar pelo sistema norte americano de contabilidade – US GAAP.

Quanto a este requisito, pode-se afirmar que em larga medida, as instituições financeiras nacionais, tanto as privadas quanto as públicas, emitem a muitos exercícios demonstrações financeiras nesses moldes voluntariamente.

Claramente esta regra pode ser considerada como onerosa para as companhias que se comprometerem a submeter suas ações ao Nível 2 ou ao Novo Mercado, uma vez que necessita de profissionais mais qualificados, auditorias mais rigorosas, entre outros custos. No entanto, é difícil acreditar que uma instituição financeira deixaria de elevar seu nível de governança preocupada com custos administrativos que já incorre.

6. Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

As companhias que buscam os níveis mais elevados de governança, ao assinarem o contrato de adesão, comprometem-se em aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado. Este órgão tem o objetivo de agir como fiscalizador e mediador de conflitos envolvendo as sociedades de capital aberto, como por exemplo, conflitos societários, entre acionistas, administradores.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

Entretanto, tal regra não seria um fator decisivo para evitar a subida dos agentes do setor financeiro. Este segmento da economia possui a especificidade de ser fortemente regulado, possuindo como órgão regulador o Banco Central.

Desta forma, toda e qualquer ação realizada pelos acionistas majoritários, administradores, controladores ou partes interessadas relevantes, estão sobre a fiscalização ferrenha do Banco Central Brasileiro.

Não seria oneroso ou custoso para as instituições financeiras privadas nacionais submeterem-se à Câmara de Arbitragem do Mercado. Logo, as companhias deste segmento portam-se com a maior clareza e transparência possíveis, uma vez que devem prestar contas à um órgão com maior poder de fiscalização e solução de conflitos.

8. Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);

Diferentemente das demais regras expostas até este ponto, as quais eram específicas do Nível 2, este requisito específico deve ser seguido pelas companhias que buscam a adesão do Novo Mercado.

No entanto, a lógica exposta no item 1 desta seção, a qual relacionava as condições do *Tag Along* já realizadas pelos agentes financeiros privados, pode ser estendida para este ponto.

A concessão do benefício do *Tag Along* para todos os acionistas não seria um divisor de águas para um agente financeiro, uma vez que tal procedimento já é tomado, na média, para todos os acionistas ordinários e garante pelo menos 80% do valor das ações dos preferenciais.

Tendo analisado acima os requisitos do Nível 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado, estipulados pela Bovespa, os quais foram não foram considerados como limitações, ou pelo menos fortes motivos para que as instituições financeiras privadas nacionais permaneçam no nível mais básico desta prática administrativa. Cabe, no entanto, analisar a seguir os dois requisitos faltantes, os quais podem motivar tais

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

agentes deste setor específico a evitarem níveis mais elevados de governança. Os dois itens serão analisados conjuntamente, dado que a justificativa de ambos é semelhante:

2. Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.

7. Capital Social composto exclusivamente por ações ordinárias;

Observando as duas regras acima, sendo a primeira referente ao Nível 2 e a última ao Novo Mercado, podemos encontrar motivações para limitar a atuação das companhias do segmento financeiro privado nos maiores níveis de governança.

Sob quais formas as duas restrições acima podem influenciar a decisão de alocação das ações de uma companhia? Quais as especificidades existentes no setor financeiro brasileiro privado poderiam justificar tal escolha?

Neste âmbito chega-se a uma discussão mais elevada sobre a Governança Corporativa nos moldes desenhados no cenário brasileiro. No mercado de capitais nacional, a governança transcende a discussão da transparência, responsabilidade corporativa, equidade e prestação de contas. Da maneira que os parâmetros dos níveis desta prática administrativa foram desenhados, alcança-se uma discussão superior, tocando a questão da propriedade.

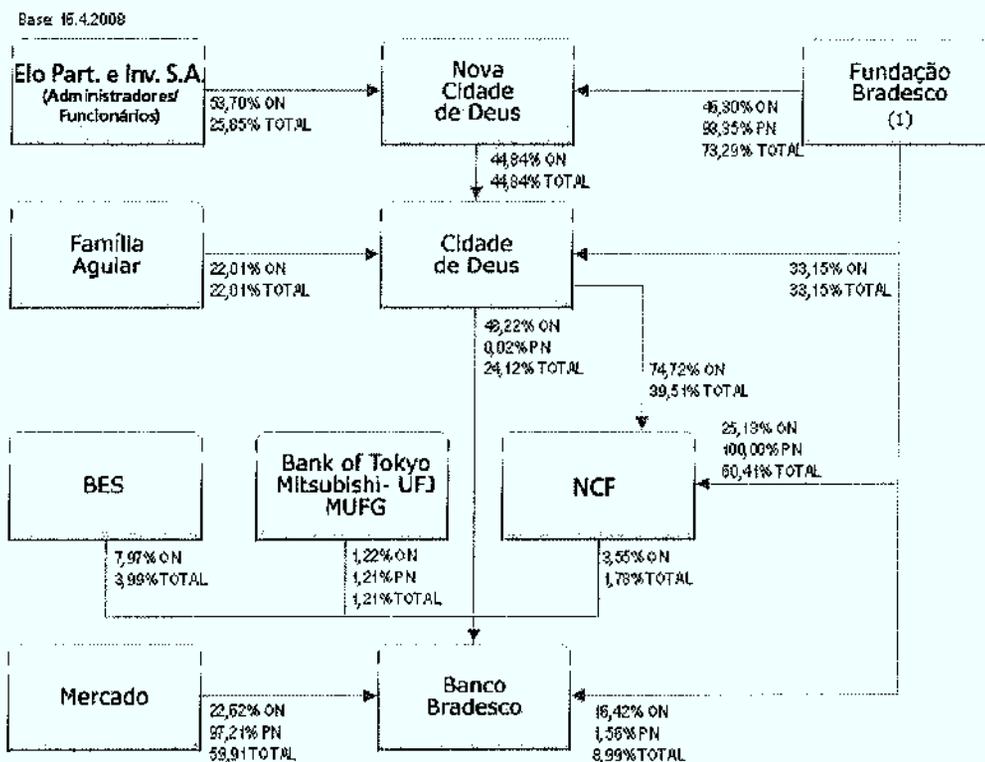
Quanto mais elevado o patamar de governança que as companhias alcançam no mercado brasileiro, mais dissipada torna-se a propriedade desta. Os donos das sociedades de capital aberto vêem uma crescente participação das opiniões dos acionistas menores. O Novo Mercado, patamar mais elevado de Governança Corporativa, modelo para os demais países com o mercado de capitais em desenvolvimento, prioriza não apenas a extensão dos direitos ao acionista minoritário, mas busca cultivar também a maior participação efetiva destes.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

A propriedade das companhias não se traduz apenas na posse de papéis, tamanho da participação de cada acionista, mas sim do poder da opinião. Claramente o poder de opinião é proporcional à quantidade de ações. No entanto, quanto maior for a dissipação de poder, as chances de vigorarem políticas e opiniões de um pequeno grupo de proprietários se reduz.

Tendo este panorama da discussão sobre propriedade, cabe analisar as especificidades do setor financeiro privado nacional, não esquecendo as duas regras destacadas acima, as quais traduzem a motivação da preferência pelos níveis menores de governança. O Banco Bradesco S.A. possui, dentre outras características, pontos em comum no tocante a formação societária que o Banco Itaú Holding Financeira S.A., Unibanco S.A., Banco Real S.A., Banco Cruzeiro do Sul S.A.

Todas as instituições financeiras mencionados acima possuem uma base societária com forte participação familiar, ou pelo menos com um pequeno grupo hegemônico em sua história e formação. Para analisar tal característica, abaixo foi inserido o organograma societário do Banco Bradesco S.A.:

Quadro 4 – Organograma Societário – Banco Bradesco S.A.⁴

(1) A administração do Bradesco (Diretoria e Conselho de Administração) compõe a Mesa Regedora da Fundação Bradesco, Órgão Deliberativo máximo desta Entidade.

O quadro acima explicita a forte participação de um grupo familiar no controle da companhia controladora do Banco Bradesco S.A. A transmissão de seus interesses para o grupo ocorre através da posse de ações ordinárias da companhia “Cidade de Deus”, que por sua vez é detentor de quase 50% das ações com direito a voto do banco.

Retomando a formação do conselho deste banco inserido anteriormente, vê-se que não só através das participações acionárias as vontades da família Aguiar são repassadas ao grupo:

- Lázaro de Mello Brandão – Presidente
- Antônio Bornia – Vice-Presidente
- Mário da Silveira Teixeira Júnior – Membro
- Márcio Artur Laurelli Cypriano – Membro
- **João Aguiar Alvarez – Membro**

⁴ Fonte: www.bradescori.com.br.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

- Denise Aguiar Alvarez Valente – Membro

- Ricardo Espírito Santo Silva Salgado – Membro Independente (Portugal)

Através da forma de atuação e participação dos pequenos grupos hegemônicos, no caso do Banco Bradesco S.A., um grupo familiar, podemos entender os motivos para evitar a dissipação do poder de decisão.

Para evitar o aumento do poder de decisão de outros grupos, que podem não só afetar objetivos, como transferir o controle da companhia, uma ferramenta é limitar a pulverização da propriedade das companhias. Desta forma, é possível alcançar uma “proteção de mercado”, promovendo a manutenção da estrutura societária com estas características, ações ordinárias em posse do grupo hegemônico.

A tradução desta proteção paira claramente nas decisões de níveis de governança. Observando novamente os dois itens deixados em espera anteriormente, que motivam a permanência das instituições financeiras em níveis menores de governança, é claro salientar que uma companhia que decidir subir para o Novo Mercado abre espaço para a possibilidade de entrada de novos proprietários, todos com voz ativa e poder de voto, uma vez que este segmento de governança estipula somente a existência de ações ordinárias. Adicionalmente, o item 2, peculiar ao Nível 2 de governança, abre espaço para poder de decisão de acionistas preferenciais. Como mencionado previamente, a propriedade das companhias está diretamente ligado ao poder de decisão, não somente à posse de papéis da empresa.

Desta forma, podem-se relacionar diretamente as determinações da governança no Brasil, na forma que implica no modelo de propriedade das companhias, com a especificidade da estrutura societária das instituições financeiras nacionais privadas, gerando subsídios para compreender a preferência pelos níveis mais baixos de governança.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

2.1. Instituições Financeiras Públicas – Governança, Valorização e Proteção

Tendo apresentado as razões específicas que poderiam motivar os agentes do mercado financeiro brasileiro a permanecer no menor nível de governança, cabe analisar adicionalmente o contraponto, as motivações para que as instituições financeiras públicas prefiram níveis maiores. Quais benefícios seriam trazidos por esta mudança? Tais ganhos seriam capazes de suplementar a dissipação da propriedade dos agentes financeiros nacionais, os quais possuem estruturas societárias peculiares?

A literatura convencional sobre o tema, considera os seguintes benefícios para as empresas que optam por níveis elevados de Governança Corporativa⁵:

- Melhora da imagem institucional.
- Maior demanda por suas ações.
- Valorização das ações.
- Menor custo de capital.

Apontados os itens que supostamente seriam melhorados com o alcance dos níveis relatados anteriormente, cabe analisar a validade de tal argumentação. No entanto, seguindo o objetivo deste estudo, restringe-se a análise neste ponto somente ao quesito “Valorização das ações”.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa afirma que, em níveis maiores de governança, as ações das companhias são melhor precificadas, podendo acumular maiores valorizações. Na seção anexa constam os gráficos de desempenho das ações ordinárias e preferências do Banco Bradesco S.A, desde 2001 até a junho de 2008 (Gráficos 1 e 2). Em seguida, foi elaborado o gráfico das ações do Banco do Brasil S.A. (Gráfico 3), atuante no Novo Mercado, para comparação do desempenho de agentes em patamares diferenciados no mesmo período.

Cabe ressaltar que o Banco do Brasil S.A. aderiu em Junho de 2001, juntamente ao Bradesco, o Nível 1 de Governança Corporativa. Somente em 2006 este banco aderiu ao Novo Mercado. Sendo assim, após os gráficos comparativos da evolução das ações

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

destes bancos, de 2001 a 2008, uma nova seqüência de gráfico é apresentada, a comparação da evolução no período de 2006 a 2008 (Gráficos 4, 5 e 6). Esta última análise será necessária para observar o suposto efeito do Novo Mercado nas ações do Banco do Brasil.

Algumas informações podem ser depreendidas desta seqüência de dados. Primeiramente, pode-se observar que as ações ordinárias do Banco do Brasil S.A. têm valorização acumulada no período de 2001 a 2008 superior a valorização das ações do Banco Bradesco S.A., tanto ordinárias quanto preferenciais. Ao passo que o banco público registrou elevação de aproximadamente 1.320%, o agente privado registrou 542% com suas ações ordinárias e 617% em referência às preferenciais.

Estas informações não são suficientes para concluir que é verídico o fato de que a Governança Corporativa mais elevada gera melhor precificação das ações e, conseqüentemente, gera maior valorização acumulada.

Providencial seria analisar, neste segundo momento, a evolução das ações destes mesmos agentes no período em que o Banco do Brasil S.A. aderiu ao Novo Mercado, rumando em caminho diferente do Banco Bradesco S.A., o qual permanece até os dias atuais no Nível 1 de governança. Desta forma, analisando os Gráficos 4, 5 e 6 da seção anexa, vemos que o Banco do Brasil, após a adesão ao maior nível de governança no mercado de capitais nacional (2006 – 2008), acumulou elevação de 99,5% com suas ações ordinárias. Concomitantemente, o Banco Bradesco registrou, no mesmo período, valorização de suas ações ordinárias de 61% e 72% nas preferenciais.

Aliando as análises da evolução das ações, primeiramente do período de 2001 a 2008 e, em segundo momento, de 2006 a 2008, podemos observar que definitivamente as ações do Banco do Brasil S.A. acumularam maior valorização do que as ações do Banco Bradesco S.A.

Contudo, tal informação ainda não é suficiente para comprovar a hipótese de que existe uma relação direta entre o nível de Governança Corporativa das companhias e a valorização de suas ações.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

Para combater tal hipótese, basta comparar os dois cortes temporais realizados neste estudo. Mesmo obtendo indiscutível maior valorização dos dois períodos analisados, a valorização das ações do Banco do Brasil era muito mais elevada do que a do Banco Bradesco (e, inclusive maior do que dos demais bancos privados nacionais) no momento em que este agente público permanecia no Nível 1 de Governança Corporativa. Em outras palavras, a partir de 2006, momento em que houve a migração para o Novo Mercado, as ações do Banco do Brasil continuaram apresentando valorização maior do que a das demais instituições financeiras, no entanto, tal diferencial cada vez mais tem se reduzido.

Tal dado não nos leva a rejeitar a hipótese de que existe uma relação direta e indiscutível sobre o nível de governança e a valorização das ações de uma companhia. No entanto, mesmo sem rejeitar a hipótese, tal análise nos leva a crer que existem outros fatores que determinam o desempenho superior ou inferior das ações, dando pouco ou nenhum peso para o patamar de governança que o agente se encontra.

Isso pode ser confirmado também analisando o desempenho ao longo do período analisado. Caso o corte temporal fosse realizado em meados de 2005, o Banco Bradesco teria apresentado valorização acumulada de suas ações ordinárias no montante de 130%, comparando com 33,1% das ações do Banco do Brasil.

O estudo sobre a hipótese das valorizações das ações das companhias foi realizado com o intuito inicial de compreender as motivações que uma instituição financeira pública teria em permanecer em patamares mais elevados de governança. Como podemos observar dos resultados alcançados, a justificativa de que suas ações negociadas no Novo Mercado acumulariam maiores valorizações não é a mais esclarecedora para o tema.

Analogamente ao estudo dos requisitos do Nível 2 e Novo Mercado realizado para as instituições financeiras privadas na seção anterior, será analisada abaixo as determinações específicas do Novo Mercado para compreender dentro do contexto dos órgãos públicos a alocação neste nível mais elevado.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

Quadro 4 – Requisitos Novo Mercado

| <u>Requisitos - Novo Mercado</u> | | |
|---|--|------------|
| 7 | Capital Social composto exclusivamente por ações ordinárias; | <u>Sim</u> |
| 8 | Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along); | Não |

No quadro acima, o qual expõe novamente as determinações do Novo Mercado, foram inseridas as referências “Sim” e “Não”, de forma similar ao estudo dos agentes financeiros privados. Neste caso, analisando o contexto e especificidades dos bancos públicos listados no Novo Mercado, sendo estes o Banco do Brasil S.A. e a Nossa Caixa S.A., a referência “Sim” designada ao requisito de composição societária de 100% de ações ordinárias apresenta uma motivação para estes agentes permanecerem neste segmento mais elevado de governança.

A justificativa para tal afirmação passa exatamente pela mesma discussão de propriedade tecida na seção anterior, mas com implicações diferentes para estas instituições que estão na outra ponta da governança.

Os bancos públicos, em toda sua história, foram sempre utilizados, marginalmente ou fortemente, como ferramenta de políticas públicas. A concessão de crédito habitacional, crédito estudantil e crédito agrícola são exemplos claros de negócios bancários absorvidos pelos bancos públicos, pois nenhuma outra instituição financeira privada aceitaria em praticá-los, uma vez que apresentam baixas taxas de retorno com altos níveis de inadimplência.

Tais operações realizadas pelos bancos públicos são necessárias do ponto de vista social em uma nação como o Brasil. No entanto, estes negócios bancários são incompatíveis com a lógica de acumulação praticada pelos bancos privados, os quais atingem resultados mais facilmente direcionando suas ações para operações mais rentáveis.

Os bancos públicos brasileiros somente absorvem tais negócios não tão atrativos do ponto de vista da rentabilidade, pois tem como acionista majoritário o Tesouro Nacional.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

Analisando esse contexto do setor financeiro público, pode-se compreender um possível motivo da migração para o nível mais elevado de Governança Corporativa. Ao contrário dos agentes privados que buscam dissipar a propriedade sem perder a concentração do poder de decisão, característica clara do Nível 1 de governança, os bancos públicos podem buscar a dispersão da propriedade e, adicionalmente, do poder decisório. Tal objetivo pode ser alcançado através da transformação de todas as ações preferenciais em ordinárias, característica do Novo Mercado.

Pode-se interpretar a dissipação do poder decisório dos bancos públicos como uma espécie de “blindagem política”. Ao dividir e permitir a participação efetiva de mais proprietários, mesmo que possuam quantidades pequenas de ações, é possível proteger um banco público de decisões de cunho político-social. Em outras palavras, ao despejar no mercado ações ordinárias, uma companhia favorece a entrada de novos acionistas provindos do mercado, os quais podem colocar suas opiniões contra decisões que sejam anti-mercado, como as operações de baixa rentabilidade e alto risco descritas acima.

O panorama da propriedade dispersa dos bancos públicos exposto acima pode ser elevado a um nível de discussão superior; a mudança de caráter público para estatal “privado”⁶. Desta forma, podemos destacar novamente a questão da propriedade diretamente traduzida na discussão da Governança Corporativa nos moldes brasileiros, como fator motivacional de uma instituição financeira permanecer em níveis elevados desta prática administrativa.

⁶ Andrade, R.P.; Deos, S.; *A trajetória do Banco do Brasil no período recente (2001 – 2006)*, 2007.

| | |
|---|---|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista Professora Maria Alejandra Caporale Madi |
|---|---|

Conclusão

Finalmente, após as análises realizadas neste estudo sobre os moldes da Governança Corporativa no mercado de capitais brasileiro, verifica-se a diferenciação de posicionamento das instituições financeiras.

Estas, por suas especificidades tanto na órbita privada quanto na pública, adotam medidas opostas quanto a alocação de suas ações. Os agentes públicos procuraram nos últimos anos transformar todas suas ações em ordinárias para submeter-se as regras do Novo Mercado, ao passo que a esmagadora parte dos agentes financeiros privados optaram por permanecer ao longo dos últimos 8 anos no nível de governança mais baixo, o Nível 1 da Bolsa de Valores de São Paulo.

Embora as estratégias de alocação sejam claramente opostas, este estudo buscou salientar que a justificativa para tais opções passa pela mesma discussão, a questão da propriedade e do poder decisório.

Claramente pode-se observar uma maior “privatização” dos interesses dos bancos públicos ao passo que a lógica de mercado invade seus conselhos de administração e diretorias. A pressão e cobrança gerada pelos novos proprietários, impactando em operações muito mais voltadas para a rentabilidade, podem gerar uma eficiência maior da administração estatal. No entanto, mais uma vez explicita-se a discussão sobre o papel dos bancos públicos. Estes devem cumprir o papel de braço governamental e abraçar negócios necessários para o desenvolvimento nacional ou, ao contrário, passar a agir segundo a lógica de acumulação bancária para manter competitividade perante as instituições financeiras privadas?

Concomitantemente, a questão da propriedade e concentração do poder decisório mais uma vez expõe a característica familiar e de pequenos grupos que persiste mesmo em companhias consideradas as mais estruturadas da economia nacional, os bancos privados. Tais agentes não buscam pulverizar o poder e controle de suas operações através da elevação dos níveis de governança, uma vez que tal panorama não apresenta motivações sólidas de ganhos com tal modificação societária e estrutural.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Batista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

Com isso, o setor financeiro nacional apresenta este novo panorama de mudança em relação aos bancos públicos, mas ao mesmo tempo observa-se a manutenção das lógicas e estruturas privadas. Apenas um fator parece ser decisivo e comum para ambas as classes de instituições financeiras, a contínua e incessante busca pela rentabilidade, mesmo que esta seja contraditória com as necessidades sociais do país.

| | |
|---|--|
| Governança Corporativa no Setor Financeiro Brasileiro | Bruno Balista |
| | Professora Maria Alejandra Caporale Madi |

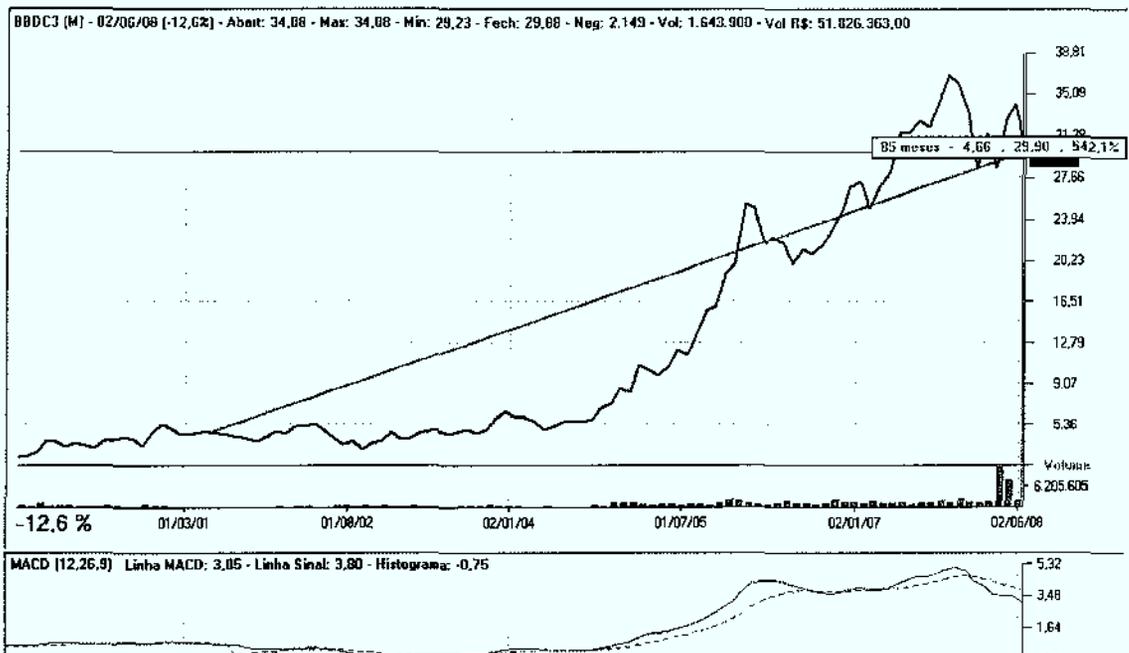
BIBLIOGRAFIA

- **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)**, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC*, 2ª. Edição, disponível em <http://www.ibgc.org.br> (acessado em 23/01/2004).
- **Carvalho da Silva, André L., Leal, Ricardo P.C.**, *Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil*, Rio de Janeiro.
- **Barros, José Roberto Mendonça e Scheinkman, José Alexandre**, *Desafios para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*, São Paulo, 2000.
- **Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe**, *Administração Financeira* - Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2ª ed., São Paulo, Atlas, 2002.
- **Eugene F. Brigham e Michael C. Ehrhardt**, *Administração Financeira Teoria e Prática*, 2002
- **Andrade, R.P.; Deos, S.**; *A trajetória do Banco do Brasil no período recente (2001 – 2006): banco público ou banco estatal “privado”?*. Campinas: IE/Unicamp, 2007.
- **Banco Bradesco S.A.** – Informações Anuais, Informações Sobre Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, 2007.
- **Banco do Brasil S.A.** – Informações Anuais, Informações Sobre Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, 2007.
- **Bovespa**, IGC, Cálculo do IGC, São Paulo. Disponível em: www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IGC.pdf
- **Bovespa**, Publicação - Governança. Corporativa – Nível 1. Disponível em: www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel1.pdf
- **Bovespa**, Publicação - Governança. Corporativa – Nível 2. Disponível em: www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel2.pdf
- **Bovespa**, Publicação - Governança. Corporativa – Novo Mercado. Disponível em: www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf

ANEXO

Gráficos 1 e 2 – Evolução das ações ON e PN – Banco Bradesco S.A.

Banco Bradesco ON (2001 – 2008)



Banco Bradesco PN (2001 – 2008)

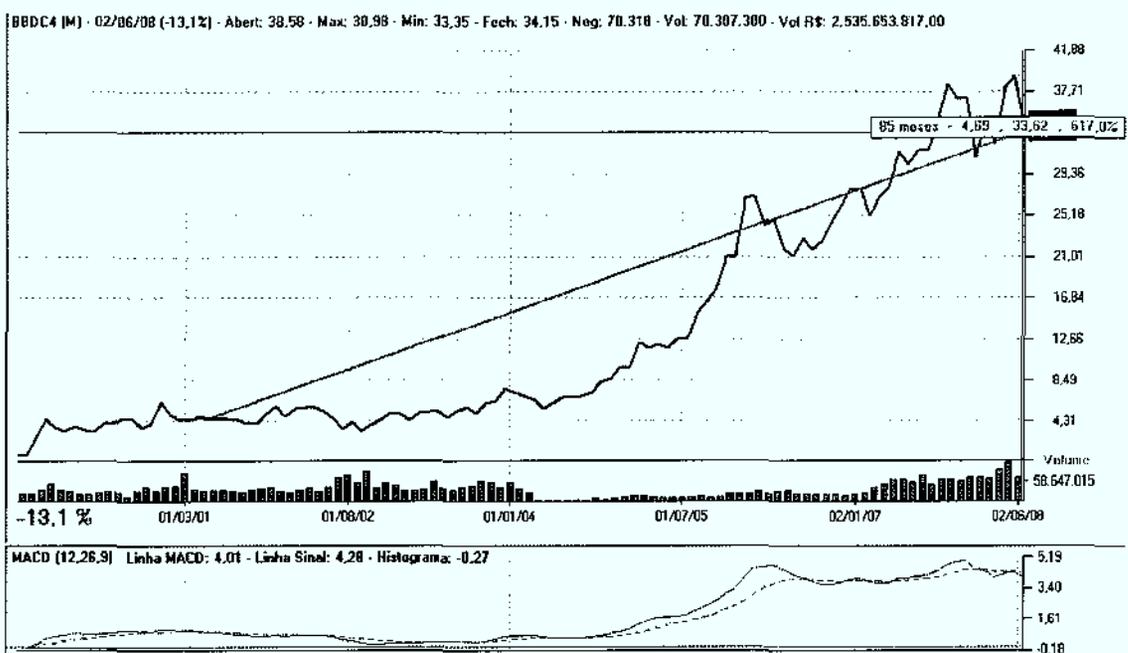
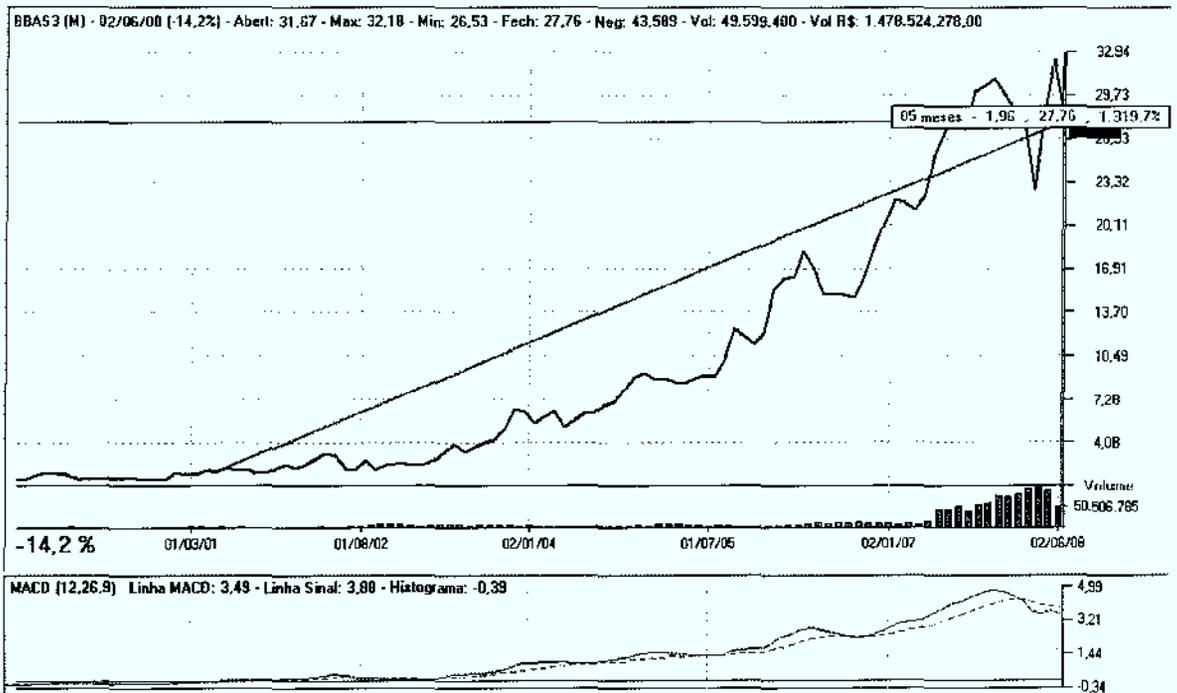


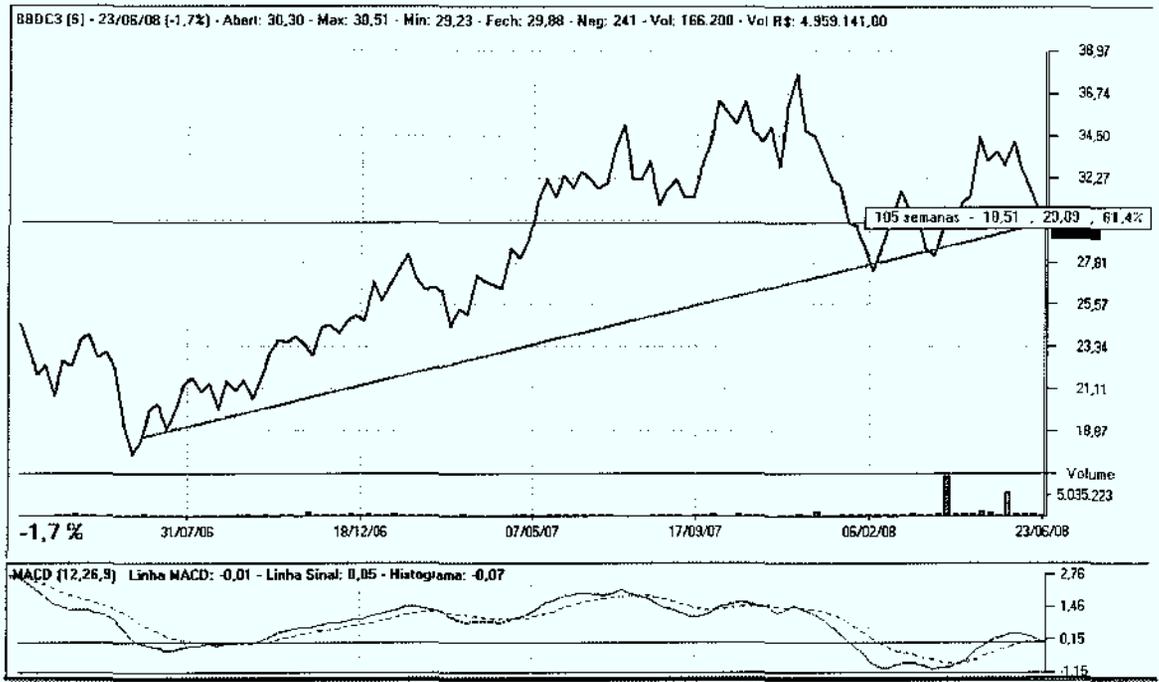
Gráfico 3 – Evolução das ações ON – Banco do Brasil S.A.

Banco do Brasil ON (2001 – 2008)



Gráficos 4 e 5 – Evolução das ações ON e PN – Banco Bradesco S.A.

Banco Bradesco ON (2006 – 2008)



Banco Bradesco PN (2006 – 2008)

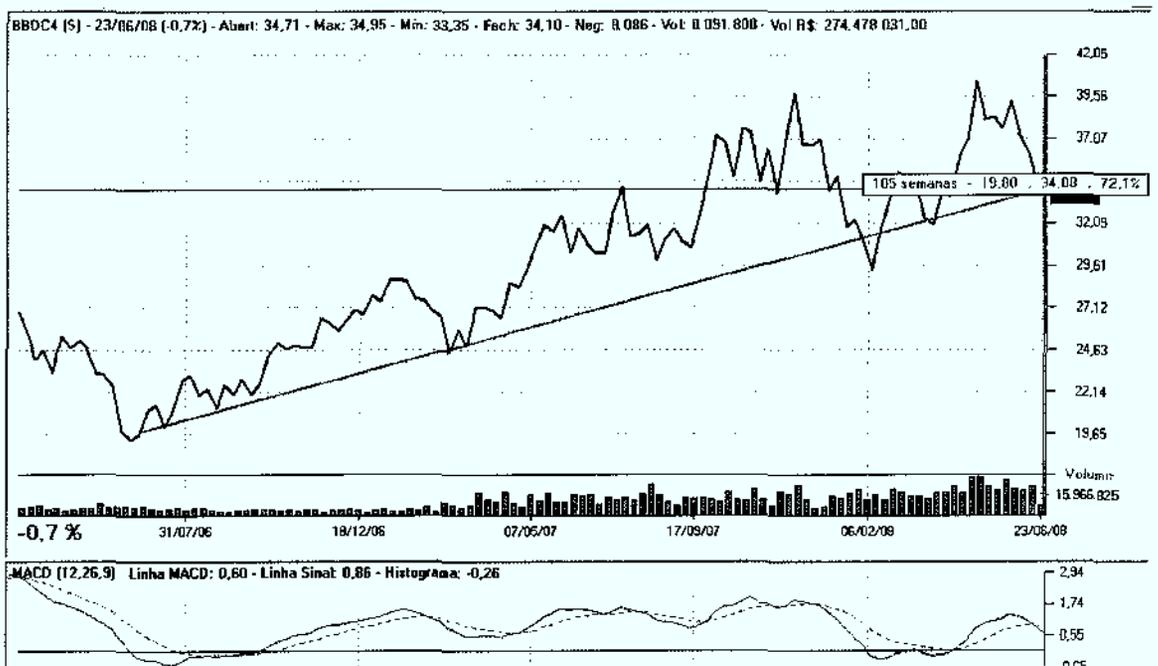
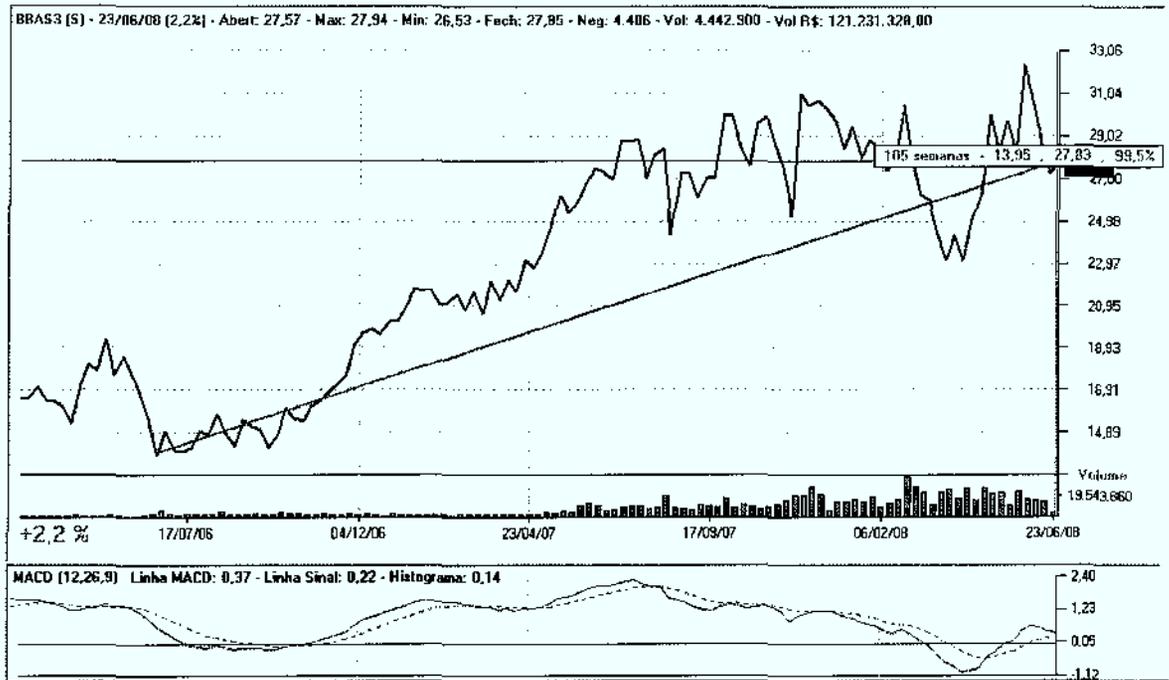


Gráfico 6 – Evolução das ações ON – Banco do Brasil S.A.

Banco do Brasil ON (2006 – 2008)



Governança Corporativa
Nível 1 - Empresas Listadas

| | |
|---|---|
| 1 ARACRUZ CELULOSE S.A. | 23 CONFAB INDUSTRIAL S.A. |
| 2 BCO BRADESCO S.A. | 24 DURATEX S.A. |
| 3 BCO CRUZEIRO DO SUL S.A. | 25 FRAS-LE S.A. |
| 4 BCO DAYCOVAL S.A. | 26 GERDAU S.A. |
| 5 BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A. | 27 ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A. |
| 6 BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A. | 28 KLABIN S.A. |
| 7 BCO INDUSVAL S.A. | 29 MANGELS INDUSTRIAL S.A. |
| 8 BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A. | 30 METALURGICA GERDAU S.A. |
| 9 BCO PANAMERICANO S.A. | 31 PARANA BCO S.A. |
| 10 BCO PINE S.A. | 32 PARANAPANEMA S.A. |
| 11 BCO SOFISA S.A. | 33 RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES |
| 12 BRADESPAR S.A. | 34 S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR |
| 13 BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A. | 35 SADI S.A. |
| 14 BRASIL TELECOM S.A. | 36 SAO PAULO ALPARGATAS S.A. |
| 15 BRASKEM S.A. | 37 SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. |
| 16 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS | 38 ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A. |
| 17 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO | 39 UNIBANCO HOLDINGS S.A. |
| 18 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO | 40 UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A. |
| 19 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG | 41 UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A. |
| 20 CIA FIAÇAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA | 42 USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS |
| 21 CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA | 43 VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A. |
| 22 CIA VALE DO RIO DOCE | |

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa

Governança Corporativa
Nível 2 - Empresas Listadas

| |
|--|
| 1 ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A. |
| 2 ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A. |
| 3 BCO ABC BRASIL S.A. |
| 4 CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A. |
| 5 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A. |
| 6 ESTACIO PARTICIPACOES S.A. |
| 7 GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A. |
| 8 KROTON EDUCACIONAL S.A. |
| 9 MARCOPOLO S.A. |
| 10 MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A. |
| 11 NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A. |
| 12 SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A. |
| 13 SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES |
| 14 SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A. |
| 15 SUL AMERICA S.A. |
| 16 SUZANO PETROQUIMICA S.A. |
| 17 TAM S.A. |
| 18 TERNA PARTICIPACOES S.A. |
| 19 UNIVERSO ONLINE S.A. |

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa

Governança Corporativa
Novo Mercado - Empresas Listadas

| | |
|---|--|
| 1 ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A. | 51 INPAR S.A. |
| 2 ACUCAR GUARANI S.A. | 52 INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR S.A. |
| 3 AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A. | 53 IOCHPE MAXION S.A. |
| 4 AMERICAN BANKNOTE S.A. | 54 JBS S.A. |
| 5 AMIL PARTICIPACOES S.A. | 55 JHSF PARTICIPACOES S.A. |
| 6 B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 56 KLABIN SEGALL S.A. |
| 7 BCO BRASIL S.A. | 57 LE US BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A. |
| 8 BCO NOSSA CAIXA S.A. | 58 LIGHT S.A. |
| 9 BEMATECH S.A. | 59 LOCALIZA RENT A CAR S.A. |
| 10 BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A. | 60 LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A. |
| 11 BOVESPA HOLDING S.A. | 61 LOJAS RENNER S.A. |
| 12 BR MALLS PARTICIPACOES S.A. | 62 LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A. |
| 13 BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A. | 63 LUPATECH S.A. |
| 14 BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A. | 64 M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS |
| 15 BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG S.A. | 65 MAGNESITA REFRATARIOS S.A. |
| 16 BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS | 66 MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A. |
| 17 CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A. | 67 MARISA S.A. |
| 18 CIA CONCESSOES RODOVIARIAS | 68 MEDIAL SAUDE S.A. |
| 19 CIA HERING | 69 METALFRIO SOLUTIONS S.A. |
| 20 CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO | 70 MINERYA S.A. |
| 21 CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO | 71 MMX MINERACAO E METALICOS S.A. |
| 22 CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 72 MPX ENERGIA S.A. |
| 23 COMPANY S.A. | 73 MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A. |
| 24 CONSTRUTORA TENDA S.A. | 74 NATURA COSMETICOS S.A. |
| 25 COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | 75 OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. |
| 26 CPFL ENERGIA S.A. | 76 ODONTOPREV S.A. |
| 27 CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A. | 77 PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES |
| 28 CREMER S.A. | 78 PERDIGAO S.A. |
| 29 CSU CARDSYSTEM S.A. | 79 PORTO SEGURO S.A. |
| 30 CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | 80 PORTOBELLO S.A. |
| 31 CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 81 POSITIVO INFORMATICA S.A. |
| 32 DATASUL S.A. | 82 PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A. |
| 33 DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A. | 83 REDECARD S.A. |
| 34 DROGASIL S.A. | 84 RENAR MACAS S.A. |
| 35 EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 85 RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A. |
| 36 EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A. | 86 ROSSI RESIDENCIAL S.A. |
| 37 EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 87 SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A. |
| 38 ETERNIT S.A. | 88 SAO MARTINHO S.A. |
| 39 EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 89 SATIPEL INDUSTRIAL S.A. |
| 40 EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A. | 90 SLC AGRICOLA S.A. |
| 41 FERTILIZANTES HERINGER S.A. | 91 SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A. |
| 42 GAFISA S.A. | 92 TECNISA S.A. |
| 43 GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | 93 TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A. |
| 44 GRENDENE S.A. | 94 TEMPO PARTICIPACOES S.A. |
| 45 GVT (HOLDING) S.A. | 95 TOTVS S.A. |
| 46 HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 96 TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. |
| 47 HYPERMARCAS S.A. | 97 TRACTEBEL ENERGIA S.A. |
| 48 IDEIASNET S.A. | 98 TRISUL S.A. |
| 49 IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A. | 99 WEG S.A. |
| 50 INDUSTRIAS ROMI S.A. | |

Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa