

Título: Governança Corporativa: Estudo de caso comparativo entre a divulgação praticada no Brasil e no México

AUTORES

LUIZ FERNANDO DISTADIO

Universidade de São Paulo
distadio@yahoo.com.br

RONALDO CAMPOS FERNANDES

Universidade de São Paulo
ronaldocamfer@yahoo.com.br

MARINA MITIYO YAMAMOTO

Universidade de São Paulo
marinamy@usp.br

Resumo

Mercados altamente competitivos e crescente internacionalização das empresas evidenciam o papel da governança corporativa como diferencial para as empresas que adotam práticas diferenciadas. Este estudo aborda as principais características presentes nos dois mercados emergentes latino-americanos de relevante expressão: Brasil e México. O objetivo é analisar as práticas de governança corporativa presentes no dois países supracitados. A metodologia empregada foi a pesquisa descritiva e bibliográfica, utilizando-se as técnicas de estudo de caso e análise de conteúdo. A justificativa da escolha dos países reside na carência de trabalhos com esse enfoque em países latino-americanos, já que ultimamente tem se voltado para os mercados emergentes asiáticos e do Leste Europeu. O estudo de caso foi realizado com a aplicação de um questionário com a Pemex, empresa mexicana atuante no setor petrolífero, e em relação à empresa brasileira foi analisada a Petrobrás não somente pelo mesmo setor de atuação que a anterior como também pelas características corporativas semelhantes (controle estatal, atuação internacional etc), foram analisados os relatórios anuais dessas empresas de 2002 a 2005. Os resultados demonstraram que ambas as empresas não evoluíram significativamente, em termos de *disclosure*, no período analisado, a empresa mexicana demonstrou pontuações menores em relação às apuradas pela Petrobrás.

Abstract

Competitive markets and the rising corporate internationalization process highlight the governance corporate's rule as a plus for companies that adopts differentiated practices. This paper studies the main characteristics relating to important latin American countries: Brazil and Mexico. The aim is to analyse some corporate governance practices present in these markets. The paper's methodology can be classified like descriptive and bibliographic, using the case study and contend analysis techniques. The countries' choice was motivated by the lack of papers that focus the latin American countries, whereas that most of these papers concentrate attention to emerging countries from Eastern Europe and Asia. The case study was carried out through a questionnaire applied on Pemex, oil and gas Mexican company, and Petrobrás, oil and gas Brazilian company, their annual reports were analyzed from 2002 to 2005. The enterprises' choice was made because they have important economic similarities (owned state control, international activities etc). The results indicated that both companies didn't improve significantly concerning to their disclosures, in the analyzed period, and the Mexican company had lesser scoring in comparison with the Brazilian one.

Palavras-chave: governança corporativa, Brasil, México.

1. Introdução

Na busca de crescimento sustentável, os países emergentes defrontam-se com mercados financeiros extremamente evoluídos como o norte-americano e o inglês. Nesse cenário, as empresas buscam espaço no tão concorrido comércio internacional e, para isso, precisam ser competitivas.

A abertura de capital e a emissão de ações são alguns dos meios que as empresas utilizam para crescer e aumentar sua competitividade. As práticas de governança corporativa são fundamentais nesse processo, visando diminuir a assimetria informacional e contribuindo também para o aumento do valor da empresa no longo prazo; a assimetria está presente em função da separação entre propriedade e controle, já que empresas que possuem o capital disperso fortalecem a posição do administrador, ou ainda a do acionista controlador em detrimento da posição dos minoritários.

Este estudo aborda a governança corporativa presente nos dois importantes países da América Latina, Brasil e México, através da verificação de leis e códigos que almejam uma presença maior das melhores práticas nas corporações bem como um salto qualitativo naquelas que já conhecem tais práticas. O trabalho foca principalmente o tratamento dado à divulgação de informações, tendo sido realizado o estudo de caso, com a escolha de uma empresa de cada país do mesmo setor através da aplicação de questionário no período de quatro anos (2002 a 2005).

2. Metodologia

A presente pesquisa pode ser classificada como descritiva e bibliográfica, realizada através de pesquisas bibliográficas, análise de conteúdo e estudo de caso. Foram analisados trabalhos que abordem o tema deste estudo compondo a base bibliográfica para o embasamento conceitual do estudo; a pesquisa de campo serviu para a coleta de dados das empresas a serem analisadas, em seus websites corporativos e órgãos reguladores, esses dados foram analisados para a concretização do estudo proposto.

A parte empírica foi realizada através da aplicação de um questionário (vide Anexo I) sobre as informações disponíveis nos websites corporativos e, principalmente, nos relatórios anuais (RA) com a posterior análise das pontuações das empresas pesquisadas.

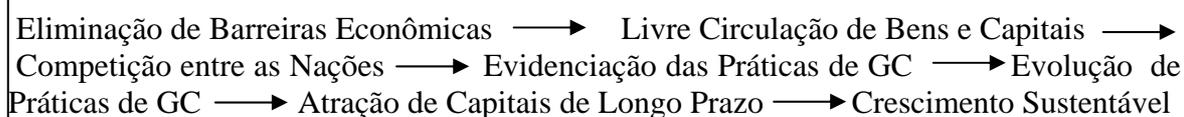
3. Objetivo, justificativa e delimitação do estudo

O objetivo desse trabalho é verificar o cenário da governança corporativa (GC) sob o enfoque do *disclosure* praticado pela amostra de empresas nos dois países latinos e, posteriormente, comparar os resultados de ambos.

A escolha do Brasil e México foi feita primeiramente devido à relativa escassez de trabalhos dessa origem na América Latina, sendo boa parte deles direcionados para os países emergentes da Ásia e do Leste Europeu; em segundo lugar, esses dois países apresentam importância relevante em termos de porte de mercado consumidor e receptores de importantes parcelas de investimentos internacionais, principalmente, se comparados aos seus pares latinos. Notamos ainda que se tratam de mercados retraídos, conforme Authers (2005), o grande problema do México, também existente no Brasil, é que em muitas empresas, o bloco

de controle é detido por famílias, sendo o volume realmente negociado (“free float¹”) muito pequeno, acrescenta também que há muitos problemas tanto com a demanda quanto com a oferta (de recursos), pois no lado da primeira, carência de governança corporativa e informação dificultam a entrada de novos investidores, assim como ocorre com os acionistas minoritários que sem deter o controle da empresa ou até mesmo alguma participação em um órgão governamental, preferem deixar esse mercado (ou até mesmo nem ingressar).

Verificou-se a importância da melhoria da governança corporativa como um dos fatores para desenvolver o mercado de capitais, de acordo com o autor supra, não somente em termos quantitativos como também qualitativos. Ainda nesse âmbito, conforme relatório Millstein (1998), pode-se entender essa relação, de modo sintético, da seguinte maneira:



No que tange à delimitação do trabalho, esta é decorrente da análise somente do *disclosure* de duas empresas como base para se visualizar a prática de governança corporativa entre elas, servindo apenas como base para realizar comentários comparativos e evolutivos restritos ao período analisado e às empresas escolhidas.

4. Governança Corporativa

Apesar de ser recente o termo governança corporativa (“corporate governance”) que, segundo Zingales (1998), não existia na língua inglesa até final dos anos 70, as questões centrais do seu estudo foram já em 1932 foram apresentadas por Berle e Means. O tema tomou maior proporção com o ativismo gerado pela CalPERS². Andrade e Rossetti (2004), por sua vez, indicam que a governança corporativa foi marcada por três pontos construtivos de maior relevância ao longo dessas décadas:

1. Ativismo de Robert Monks – trata-se das ações movidas por Monks (executivo americano), na década de 80, contra o imobilismo de considerável parcela dos acionistas, principalmente os fundos de pensão, ressaltando a necessidade de maior envolvimento entre os proprietários (acionistas) com o conselho e administração das empresas investidas;
2. O relatório Cadbury – refere-se ao produto do trabalho realizado por um comitê britânico, liderado por Adrian Cadbury, no início da década de 90, dedicado ao estudo de melhores práticas de governança corporativa, esse relatório focou, principalmente, em dois dos princípios desse tema: prestação responsável de contas e transparência, os quais serão tratados adiante;

¹ A expressão “*free-float*” se refere à parcela das ações que realmente são negociadas em bolsa e que não pertencem à participação detida pelo grupo controlador.

² *California Public Employees Retirement System* – fundo de pensão de funcionários do estado da Califórnia (EUA).

3. Os Princípios da OECD³ - o último marco corresponde à declaração de princípios de governança corporativa da OECD, na metade da década de 90, demonstrando maior alcance em termos internacionais da relevância do tema.

Destaca-se que os fatos acima descritos se referem, principalmente, ao conflito de interesses envolvendo os acionistas, proprietários das corporações, e os executivos. Essa discussão que envolve não somente a governança corporativa como também a necessidade do seu aprimoramento surgiu, de acordo com Di Miceli (2005), como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores que, por sua vez, decorrem do problema de agência que ocorre quando os executivos (agente) tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas (principal), motivo pelo qual são contratados; temos aí o foco central do estudo desse tema: o problema de agência. Nesse ambiente o principal acaba incorrendo em custos para tentar alinhar os seus objetivos com os dos agentes.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) “a governança corporativa lida com o modo pelo qual os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Para La Porta et al (2000) a governança corporativa é “o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”. Percebe-se que o problema central da governança corporativa está diretamente relacionado aos mecanismos preventivos ou, no mínimo, atenuantes, de expropriação dos recursos dos acionistas pelos administradores ou pelo acionista controlador, em outras palavras, à condução da corporação rumo ao alcance das metas que atendam aos interesses dos investidores (maximização da riqueza desses) e não aquelas que melhor satisfazem aos gestores.

De acordo com o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, importante expoente sobre o tema no país, em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2003), os seguintes princípios são considerados como alicerces da governança corporativa:

- Transparência (*disclosure*) – contempla a necessidade de informar de maneira clara e oportuna aos “stakeholders⁴”, não devendo se restringir ao desempenho econômico-financeiro da empresa mas outros fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor;
- Equidade (*fairness*) – caracteriza-se pelo tratamento dado a todos os “stakeholders”, devendo ser justo e igualitário, principalmente no tocante aos grupos minoritários sejam eles fornecedores de capital (acionistas), mão-de-obra (colaboradores) e insumos;
- Prestação de contas (*accountability*) – os agentes da governança corporativa devem prestar contas das suas ações bem como responderem a essas ações no exercício de seus mandatos, e
- Responsabilidade corporativa – tange à questão da perenidade da empresa e, conseqüentemente, à visão de longo, devendo incorporar as questões de âmbito sociais e ambientais nos negócios realizadas pela empresa.

³ *Organization for Economic Co-operation and Development* – Organização para o Desenvolvimento e Cooperação Econômica.

⁴ Stakeholder é definido como qualquer ator (pessoa, grupo, entidade) que tenha uma relação ou interesses (diretos ou indiretos) com ou na organização. Há teorias que restringem mais esse termo indicando somente aqueles atores indispensáveis para a viabilidade da empresa (proprietários/acionistas, gerentes, funcionários, clientes, fornecedores).

Algumas literaturas indicam também a conformidade legal, ou *compliance*, como um pilar da governança corporativa, como indicado por Andrade e Rossetti (2004) este consiste na adoção pelas empresas de um código de ética para os executivos, cujo foco principal é encaminhar a conduta desses no que tange aos conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento das leis e regulamentos.

Em nível internacional, destaca-se a OECD, organização que congrega os 29 países mais desenvolvidos do mundo e dois emergentes tendo, desse modo, um grande alcance no que se refere aos seus princípios de governança corporativa nos códigos desses países. Além disso, cabe destacar o notório impacto da lei americana Sarbanes-Oxley⁵ em relação aos controles internos e, principalmente, ao foco dado aos pilares de governança corporativa (*accountability, compliance, disclosure e fairness*), demandas essas aplicáveis não somente às empresas americanas como também às estrangeiras listadas na NYSE⁶.

4.1 Disclosure

Segundo Choi e Mueller (1992) a divulgação de informações financeiras deve ser vista como um processo que consiste em quatro etapas:

- 1) Percepção – entendimento da significância da atividade da entidade contábil, no sentido de que as transações financeiras representam as atividades significantes;
- 2) Simbolismo – simbolizar as atividades percebidas de tal forma que se disponibilize uma base de dados das mesmas a fim de se analisar e compreender as inter-relações entre a massa de atividades;
- 3) Análise – este processo é tradicionalmente visto como o de desenvolver relatórios financeiros sobre a situação atual das atividades da entidade;
- 4) Comunicação (transmissão) – comunicar a análise aos usuários do produto contábil a fim de guiar os tomadores de decisão a direcionar o futuro da empresa ou alterar sua relação com ela.

De acordo com esses autores, o processo de medição contábil abrange as etapas 1 e 2, enquanto que o *disclosure*, foco deste trabalho, refere-se às etapas 2 e 3.

Segundo Bushman et al (2001):

“A transparência pode ser definida como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável sobre o desempenho periódico, situação financeira, oportunidades de investimento, governança, valor e risco das empresas de capital aberto.”

O fornecimento de informações é essencial para o investidor no que tange à percepção do risco de determinado empreendimento e, conseqüentemente, na sua tomada de decisão de investimento.

A OECD, no tocante ao *disclosure*, enfatiza a necessidade da divulgação oportuna e objetiva de todas as informações corporativas relevantes, como por exemplo:

- As participações societárias relevantes e direitos de voto;

⁵ A lei Sarbanes-Oxley foi aprovada pelo congresso americano em 2002 consistindo numa reação legislativa às fraudes que ocorreram nos EUA nos anos anteriores à lei, casos como a Enron e a Worldcom serviram de anti-exemplos no que tange à boa prática de governança corporativa.

⁶ *New York Stock Exchange* – Bolsa de Valores de Nova Iorque.

- As políticas de remuneração dos membros do órgão de administração, principais executivos bem como o processo de seleção dos mesmos e informações sobre a qualificação de cada um;
- As transações com partes relacionadas;
- Fatores previsíveis de riscos relativos às atividades da empresa;
- Políticas e estruturas de governança;
- Assuntos relacionados com os trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes.

O órgão também ressalta uma maior necessidade de que as informações devem ser preparadas, auditadas e divulgadas em consonância com os mais altos padrões contábeis, atendendo também aos requisitos de divulgação de informações financeiras e não financeiras. O acesso imparcial a essas informações é citado pela entidade em relação não somente aos seus acionistas como também aos demais interessados. Nesse sentido, cabe acrescentar, que o *disclosure* não deve ser relacionado somente como uma simples divulgação realizada com determinada frequência, mas sim como um processo iniciado de acordo com a oportunidade da matéria envolvida.

Os países emergentes de modo geral dificilmente adotam uma política de divulgação tão transparente como aconselha a OECD, apesar de que uma melhora significativa vem ocorrendo nesse âmbito. Um estudo realizado por Patel et al (2002) avaliou a diferença do nível de transparência, através das informações contidas no relatório anual, entre 19 países emergentes ao longo de três anos. A amostra era composta de 354 empresas. A conclusão do estudo foi que os países asiáticos pesquisados e a África do Sul possuem maior transparência em relação aos países pesquisados da América-Latina demonstrando uma maior mobilização, em termos de práticas de governança corporativa, das empresas asiáticas e sul-africanas se comparadas com as latino-americanas. Os resultados desta pesquisa também apontam que em alguns países, empresas que apresentam maiores níveis de transparência são melhor avaliadas pelo mercado em comparação com outras que apresentam menor nível de abertura de informações.

Um fator que contribui, como já citado anteriormente, para uma melhor prática de governança corporativa refere-se às provisões da lei Sarbanes-Oxley que obriga as empresas, no que se refere ao *disclosure*, a divulgar no relatório anual corporativo, além das informações já anteriormente apresentadas, os honorários pagos para as empresas de serviços de auditoria, sendo elencadas da seguinte forma: serviços de auditoria, serviços relacionados à auditoria, serviços fiscais e outros. Além da obrigatoriedade da análise prévia e aprovação do comitê de auditoria sobre esses serviços. Cabendo ressaltar que mesmo sendo uma legislação essencialmente norte-americana, tem um grande alcance internacional já que é aplicável a todas as empresas emitentes de ADR (Recibo de Depósito de títulos e valores mobiliários de empresas não-americanas, negociável no mercado norte-americano).

4.1.1 Disclosure voluntário

O disclosure voluntário é aquele realizado pelas empresas sem que exista algum órgão ou legislação que as obrigue, muitos estudos são realizados a partir da análise dessas informações, por exemplo, são consideradas como tal, aquelas relacionadas às diretrizes e estratégias da empresa, perspectivas de crescimento e projetos futuros etc; já em termos sócio-ambientais, temos as políticas e metas ambientais, elaboração de balanços sociais e investimentos nessa área. De acordo com Yamamoto e Salotti (2006), um bom funcionamento de um regime de divulgação é assim caracterizado quando a maior parte das informações

novas sobre os ganhos é antecipada. O estudo desse *disclosure* tem tomado tal vulto, que já existe na Inglaterra um comitê exclusivo para avaliar como melhorar o relatório sobre a administração de capital humano, quais seriam as melhores medidas impulsionadoras de uma melhoria significativa e progressiva dos níveis dos relatórios e até mesmo como tal *disclosure* poderia ser auditado.

É interessante abordar o que motivaria um executivo a divulgar tais informações, já que estas não são objeto de nenhuma fiscalização governamental ou exigida pelo estatuto da empresa. Alguns trabalhos se dedicam a esse tema, de acordo com Healy e Palepu (1995), em síntese, a preocupação deste agente está centrada na percepção externa que sua empresa possui diante da sociedade e instituições e, principalmente, dos investidores. Outro ponto de destaque é a remuneração desses executivos que atrelada ao desempenho da empresa proporciona um melhor alinhamento destes com os interesses dos investidores.

4.1.2 Disclosure obrigatório

O disclosure obrigatório é aquele requerido pelos órgãos reguladores e legislações comerciais pertinentes, sendo que conforme Patel et al (2002) “Uma das principais funções dos (órgãos) reguladores é garantir um ambiente de investimento onde os ganhos provenientes de informações privadas (privilegiadas) são minimizadas *ex-ante* e penalizadas *ex post*”⁷. O objetivo desse *disclosure* é estabelecer um nível informacional mínimo em que a empresa deve operar. Conforme Yamamoto e Salotti (2006) a regulamentação é reativa enquanto a voluntária é proativa.

4.2 Visão geral sobre a GC na América Latina

O ambiente empresarial encontrado na América Latina, de acordo com o Relatório OECD de GC nos Mercados Emergentes (2005), é caracterizado pela grande concentração patrimonial, presença dos grandes grupos familiares no controle das empresas, tradição jurídica do código civil latino-europeu, com baixo *enforcement*⁸.

A propriedade das grandes corporações é concentrada e a gestão é exercida por acionistas majoritários e, conseqüentemente, os conflitos de agência não se dão entre os executivos e acionistas, e sim, entre os acionistas majoritários e os minoritários. O ambiente regulatório ainda é relativamente incapaz de fornecer proteção adequada a esses últimos que freqüentemente são lesados por decisões unilaterais tomadas pelo grupo controlador da empresa na qual investiram; o *tag along*, por exemplo, vem sendo adotado voluntariamente por algumas empresas embora a maioria não adota tal prática. Embora tenha ocorrido um avanço significativo no mercado de capitais em alguns países latino-americanos, muitas empresas ainda não recorrem ao mercado de capitais para captar recursos necessários para a realização de projetos de investimentos.

⁷ Tradução livre do excerto: “One of the main functions of regulators is to ensure an investment environment where gains from private information are minimized ex-ante and penalized ex-post”.

⁸ Refere-se ao nível de aplicação de determinada lei, conceito intimamente ligado às medidas adotadas para ser fazer cumprir tal norma.

O *disclosure* de informações corporativas desses países foi objeto de estudo em uma pesquisa realizada por Alves e Silva (2004), os autores analisaram as informações que estavam disponíveis nos websites de empresas listadas nas bolsas da Argentina (19 empresas pesquisadas), Brasil (90 empresas pesquisadas) e México (41 empresas pesquisadas). Os resultados indicaram que em termos de disponibilidade de informações financeiras, as empresas argentinas alcançaram maior pontuação enquanto as mexicanas foram aquelas que menos disponibilizaram tais dados, e as brasileiras apresentando uma pontuação mediana; porém, como a simples disponibilidade dessas informações não consiste em indicador muito significativo, foi levado em consideração também o quão fácil era o acesso às demais informações nos websites corporativos e nesse âmbito as empresas mexicanas apresentaram melhor pontuação, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Localização das informações financeiras nos websites corporativos

País	Acessibilidade	Frequência	Percentual	Percentual Cumulativo
Argentina	Não divulga informações financeiras	5	26,3%	26,3%
	Fácil acesso às informações financeiras	9	47,4%	73,7%
	Razoável acesso às informações financeiras	4	21,1%	94,7%
	Difícil acesso às informações financeiras	1	5,3%	100,0%
	Total	19	100,0%	-
Brasil	Não divulga informações financeiras	28	31,1%	31,1%
	Fácil acesso às informações financeiras	27	30,0%	61,1%
	Razoável acesso às informações financeiras	25	27,8%	88,9%
	Difícil acesso às informações financeiras	10	11,1%	100,0%
	Total	90	100,0%	-
México	Não divulga informações financeiras	15	36,6%	36,6%
	Fácil acesso às informações financeiras	21	51,2%	87,8%
	Razoável acesso às informações financeiras	4	9,8%	97,6%
	Difícil acesso às informações financeiras	1	2,4%	100,0%
	Total	41	100,0%	-

Fonte: Pesquisa realizada por Alves e Silva (2004).

Em relação à apresentação de informações financeiras em outro idioma conforme Tabela 2, notamos que o México apresenta maior quantidade de empresas que divulgam essas informações em inglês, sendo as empresas argentinas aquelas que mais ignoram esse tipo de prática e as brasileiras apontaram em primeiro lugar quanto à divulgação em dois idiomas (inglês e outra), desconsiderando, obviamente, o português.

Tabela 2 - Idiomas em que são divulgadas informações financeiras nos websites corporativos

País	Idiomas	Frequência	Percentual	Percentual Cumulativo
Argentina	Somente no idioma local	12	63,2%	63,2%
	Idioma local e inglês	4	21,1%	84,2%
	Idioma local, inglês e outro idioma	3	15,8%	100,0%
	Total	19	100,0%	-
Brasil	Somente no idioma local	38	42,2%	42,2%
	Idioma local e inglês	32	35,6%	77,8%
	Idioma local, inglês e outro idioma	20	22,2%	100,0%
	Total	90	100,0%	-
México	Somente no idioma local	19	46,3%	46,3%
	Idioma local e inglês	22	53,7%	100,0%
	Idioma local, inglês e outro idioma	0	0,0%	-
	Total	41	100,0%	-

Fonte: Pesquisa realizada por Alves e Silva (2004).

Outro estudo realizado por Bwakira et al (2002) analisa o disclosure em mercados emergentes, não somente na América Latina como nos demais continentes, os dados são de 1998 a 2000, as informações foram colhidas pela Standard & Poor's nos relatórios anuais onde foram verificadas as seguintes categorias: estrutura de propriedade, transparência financeira, estrutura e processos da administração e do conselho. Dentre os cinco países analisados, conforme Tabela 3, o Chile aparece com as maiores médias de disclosure, seguido do Brasil e cabendo ao México a penúltima posição. Cabe ressaltar que diante da análise evolutiva do disclosure no período analisado, o Brasil foi o único país a apresentar duas evoluções positivas, ou seja, a divulgação de informações, em média, aumentou tanto de 1998 para 1999, como também de 1998 para 2000 embora ainda apresente uma média inferior à do Chile.

Tabela 3 - Níveis de pontuação do *disclosure* dos países

País	No. de Empresas	Pontuação Média de <i>Disclosure</i>			Evolução na Pontuação	
		1998	1999	2000	1999 sobre 1998	2000 sobre 1998
Argentina	7	31	29	28	-2	-3
Brasil	28	28	29	32	1	4
Chile	18	34	35	33	2	-1
México	15	24	24	24	0	0
Peru	7	22	24	22	0	2
América Latina	75	28	29	29	1	1

Fonte: Pesquisa Standard & Poor's realizada por Bwakira et al (2002).

4.2.1 Panorama da GC no Brasil

O Brasil, embora apresente a quase totalidade das características dos demais países latino-americanos supracitadas, tem apresentado melhorias significativas no que diz respeito às práticas e padrões de governança corporativa.

Importantes acontecimentos auxiliaram as empresas brasileiras a conhecerem e, posteriormente, adotarem melhores práticas de governança corporativa como, por exemplo, a criação do IBGC em 1995 e a publicação da primeira versão do Código De Melhores Práticas Corporativas no mesmo ano, código esse que se diferencia dos seus demais pares internacionais por apresentar um escopo mais amplo, levando em conta também as empresas não-listadas em bolsa, além do seu foco em negociações e relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, administração, auditores independentes e conselho fiscal, diferentemente dos códigos anglo-saxões que focam essencialmente a questão da relação entre o conselho de administração e acionistas e executivos.

Outra importante medida tomada foi aprovação da lei nº10.303/01, conhecida como Nova Lei das SA, consistindo numa reforma da Lei das SA nº6.404/76 que de modo geral avançou em termos de ampliação dos direitos dos acionistas minoritários através de: nomeação de membro do conselho de administração, para preferencialistas com mais de 10% do capital total e para os ordinaristas com mais de 15%; maior disciplina nos casos de fechamento de capital; alteração do limite de emissão de preferenciais para 50% do total de ações emitidas e o retorno da obrigatoriedade da oferta pública aos minoritários em caso de alienação do controle. No que se refere ao *disclosure*, essa lei não realizou nenhuma alteração

exceto no que diz respeito à ocorrência de *insider trading*⁹, fixando uma maior punição àqueles que a praticarem.

Na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) existem níveis diferenciados de governança corporativa para aquelas empresas que demonstram ter um maior comprometimento com essas práticas e respeitam certas exigências, a saber:

- Nível 1 – exige maior comprometimento na prestação de informações ao mercado (juntamente com as informações trimestrais, são anexados os relatórios enviados à CVM, demonstrativos consolidados e demonstração do fluxo de caixa), acréscimo de informações corporativas ao Relatório de Informações Anuais (IAN), divulgação de contratos com partes relacionadas e manutenção de um *free float* mínimo de 25%;
- Nível 2 – além das exigências do nível anterior, exige a divulgação de relatórios contábeis de acordo com padrões internacionais (*USGAAP - United States Generally Accepted Accounting Principles* ou *IFRS- International Financial Reporting Standards*), direito ao voto para ações preferenciais em alguns assuntos, concessão de *tag along* de 80% para ações preferenciais;
- Novo Mercado – somente participam desse nível, empresas com ações ordinárias e que concedam *tag along* integral para todas as ações, sendo acumuladas as regras dos níveis anteriores.

Em relação ao *disclosure* obrigatório brasileiro, basicamente refere-se ao exigido pela CVM através da Instrução 202/1993, e posteriores alterações, que basicamente complementam e ratificam as regras de registro da empresa sociedade anônima e as informações periódicas e eventuais que devem ser enviadas ao órgão. A Lei 6.404/76, Lei das SA, em seus artigos 176, 247 a 249, indicam as demonstrações financeiras que devem ser elaboradas e divulgadas.

Em termos brasileiros, mesmo com as medidas supracitadas, os principais entraves que ainda perseveram são a carência de melhores práticas, pouca transparência, não-divulgação de informações financeiras relevantes, sobretudo encontradas nas empresas controladas pelo governo, naquelas controladas por grandes grupos familiares controladores e as empresas privatizadas que agora estão sob o controle externo e não são listadas em bolsa ou se são, apresentam um pequeno volume de títulos livremente negociado, conseguindo, conseqüentemente, influência quase absoluta no conselho de administração. Esses e outros fatores impedem um salto maior em termos qualitativos das práticas de governança corporativa no país.

4.2.2 Panorama da GC no México

Diante do histórico econômico mexicano que também não difere do que ocorreu nos demais países latino-americanos, a capacidade e influência políticas sempre foram mais importantes, ou pelo menos mais comuns, que a capacidade empresarial. O tema governança corporativa vem ganhando espaço mais recentemente por pressões internas e, principalmente, externas. De acordo com Husted e Serrano (2002), uma das maiores dificuldades de se estudar esse tema é a obtenção de informação relevante sendo o recurso mais acessível de informações é a lei. Os autores indicam como fortes características da governança corporativa

⁹ Corresponde à prática de executivos, conselheiros e demais agentes internos de se beneficiarem de informações que possuem acesso, não as divulgando publicamente ao mercado ou a realizando de modo parcial a um determinado grupo de interessados.

no México: a tendência das empresas de combinar as funções do CEO e presidente do conselho de administração, a existência da centralização na figura dos bancos como ocorre no Japão e Alemanha (sistema *insider*¹⁰), mas com uma característica peculiar da maciça presença de grupos familiares. No que tange ao conselho de administração, um estudo com as 90 maiores empresas mexicanas indicou que 53% dos conselheiros são altos executivos dessas empresas, do grupo empresarial que as controlam ou parentes de executivos que nelas atuam; colocando em xeque se a verdadeira função do conselho de administração é realmente exercida. A presença de investidores institucionais é pequena e, por conseguinte, seu ativismo também o é. Os grupos controladores consistem em holdings que canalizam seus investimentos em controladas e coligadas formando grandes conglomerados, geralmente essas holdings decidem não somente acerca dos investimentos a ser realizados como também os financiamentos contratados, políticas de dividendos e remuneração dos altos executivos.

O país teve seu primeiro código de governança corporativa em 1999, documento elaborado pelo “*Consejo Coordinador Empresarial*”. De modo geral o código trata da importância dos conselheiros independentes, aconselhando pelo menos 20% do total de conselheiros nomeados; da divulgação da origem e posição atual dos conselheiros; ressalta a o papel estratégico do órgão, além de encorajar uma divulgação do grau de aderência da empresa em relação às diretrizes estabelecidas no documento. Desde 2001, a CNBV¹¹ exige que todas as empresas listadas em bolsa divulguem anualmente sua adoção aos princípios desse código, ou seja, se são adeptas ou não e, sendo, qual o grau de adoção. Em março de 2003, essa autoridade lançou uma circular fixando a data de 30 de junho de cada ano para a divulgação do Relatório Anual e sobre o cumprimento do código de melhores práticas.

No que diz respeito ao *disclosure*, o código é bem superficial, basicamente ressalta a necessidade de que as informações disponibilizadas aos acionistas sejam transparentes, suficientes e que reflitam adequadamente a posição financeira da empresa, além de respeitarem os princípios contábeis geralmente aceitos, e enfatiza o envio prévio das informações necessárias para a participação dos acionistas nas assembléias gerais.

Em 2005, foi sancionada a “*Ley Del Mercado de Valores*”, vigente a partir de junho de 2006, que regulamentou algumas das práticas citadas anteriormente, porém o maior impacto foi observado na responsabilidade e sanções inerentes aos conselheiros, a composição do conselho de administração (mínimo de 25% de conselheiros independentes), estruturação de comitês do conselho, responsabilidade da auditoria externa e a redução da emissão de ações preferenciais para 25% do total das ações (embora haja uma concessão para a emissão de um percentual superior dessas ações para as empresas que converterem esses títulos para ações comuns ou ordinárias em cinco anos a contar da oferta primária). Exigências foram feitas a partir dessa lei no tocante à venda e compra de consideráveis volumes de participação acionária, devendo ser divulgadas num prazo máximo de um dia após a transação

O *disclosure* obrigatório mexicano se dá pela atuação da autoridade de mercado de capitais mexicano, a CNBV, e seus regulamentos bem como a *Ley General de Sociedades Mercantiles* de 1934 e a recente *Ley Del Mercado de Valores* já abordada anteriormente. Basicamente são essas as fontes do *disclosure* obrigatório das sociedades anônimas mexicanas (*empresas emisoras*).

¹⁰ O *insidersystem* compreende o modelo de governança focado nos agentes que estão dentro da empresa, é presente, por exemplo, no Japão e na Alemanha, onde os principais financiadores (bancos) têm controle e acesso às informações corporativas; diferentemente do *outsider system*, presente nos EUA e Reino Unido, onde não existe um único grupo ou agente proprietário já que o controle é pulverizado.

¹¹ *Comision Nacional Bancaria y Valores* – autoridade reguladora mexicana do mercado financeiro.

5. Estudo de caso

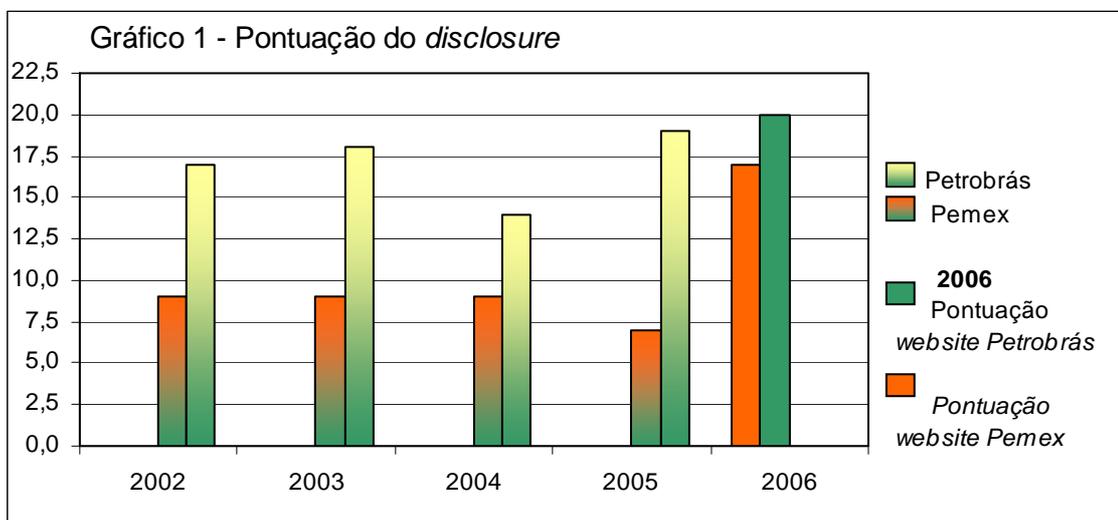
O estudo de caso foi realizado com uma empresa de cada país, a escolha da empresa mexicana se deu de modo aleatório, enquanto que a brasileira foi selecionada com base nas características demonstradas pela mexicana (setor de atuação, controle acionário, porte e atuação internacional). As empresas escolhidas para o estudo foram: a Pemex (Petróleos Mexicanos) e a Petrobrás (Petróleo Brasileiro SA).

O questionário (Anexo I) foi aplicado na análise do website das empresas bem como dos relatórios anuais do período de quatro anos consecutivos, 2002 a 2005. Dentre as principais informações buscadas estão a facilidade ao acesso a determinadas demonstrações financeiras, se estas e outras informações também estão disponíveis em inglês; na análise do *disclosure* procuramos verificar as informações divulgadas no aspecto puramente corporativo (Perspectivas e metas da empresa, indicadores de retornos esperados e/ou presentes, conselhos e comitês etc) até aquelas relacionadas ao meio ambiente e ações sociais.

5.1 Apresentação dos resultados

Em relação à primeira parte do questionário, relacionada à facilidade ao acesso no website da empresa, ambas as empresas demonstraram boa avaliação, principalmente, a Petrobrás que apresentou todas as características pesquisadas. Dos 20 itens pesquisados, a Pemex apresentou 17 enquanto a Petrobrás 20. Um dos itens de maior relevância dessa parte foi a disponibilidade das informações em inglês, possibilitando um alcance maior desses dados e, nesse quesito, ambas apresentaram tal característica mesmo porque atuam em um setor que sempre atrai grande notoriedade dos investidores locais e internacionais e também pela própria atuação em outros países.

A pontuação total da segunda parte do questionário que focou o *disclosure*, variou significativamente entre as duas corporações, sendo que, conforme pode ser visualizado no Gráfico 1, a Petrobrás apresentou uma abertura muito maior em relação à Pemex; esta apresentou uma pontuação que não variou significativamente no período considerado, tendo um comportamento de estagnação em termos de melhoria da transparência demonstrada enquanto a empresa brasileira recuou consideravelmente em 2004, voltando em 2005 a um nível um pouco superior ao demonstrado em 2003; resultado que também não demonstra grande alteração na política de *disclosure* adotada.



Fonte: Autor

Ao analisarmos os subgrupos da segunda parte, conforme Tabela 4, percebemos que a maior diferença entre as empresas ocorre no item que analisa as Informações Ambientais, o qual deveria merecer grande atenção pelas mesmas devido aos impactos ambientais decorrente das atividades de exploração e refino de petróleo altamente poluentes e, por isso, demandantes de maior transparência na descrição das atividades e projetos praticados de prevenção e ação perante acidentes, assim como recuperação de áreas poluídas; enquanto a Petrobrás, nesse âmbito, apresenta pontuações satisfatórias de acordo com o questionário aplicado, a Pemex fica bem abaixo da metade dos itens procurados, demonstrando uma lacuna importante a ser preenchida já que suscita duas hipóteses: ou a empresa realiza projetos e ações para prevenção ambiental e não os divulgam, ou então tal corporação não desempenha nenhuma ação nesse aspecto. O item C foi o menos pontuado pelas duas empresas, nenhuma informação a respeito de *tag along* foi encontrada nos relatórios anuais, o mesmo foi observado no que tange a presença da GC na missão da empresa. Embora tenha ocorrido uma relativa uniformidade na pontuação de ambas as empresas no que diz respeito aos Conselhos e Comitês, não foi há qualquer informação a respeito do montante pago a título de remuneração dos membros de tais órgãos, informação muito importante já que muitos conselheiros fazem parte do alto escalão do governo federal, tendo por isso maior necessidade de transparência para a sociedade.

Finalmente, o item A apresentou boa pontuação tanto para a Pemex quanto para a Petrobrás, sendo interessante destacarmos que a primeira apresentou, durante todo o período analisado, demonstrações em moeda constante, ou seja, divulgou os relatórios econômico-financeiros corrigidos monetariamente.

Tabela 4 - Pontuação dos subgrupos pesquisados

	2002		2003		2004		2005	
	Petrobrás	Pemex	Petrobrás	Pemex	Petrobrás	Pemex	Petrobrás	Pemex
A - Demonstrações e informações gerais	6	3	6	3	4	3	5	3
	85,7%	42,9%	85,7%	42,9%	57,1%	42,9%	71,4%	42,9%
B - Conselhos e comitês	2	2	3	2	1	2	3	2
	33,3%	33,3%	50,0%	33,3%	16,7%	33,3%	50,0%	33,3%
C - Governança Corporativa	0	0	0	0	0	0	2	0
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%
D - Informações sócio-ambientais	9	4	9	4	9	4	9	2
	100,0%	44,4%	100,0%	44,4%	100,0%	44,4%	100,0%	22,2%

Fonte: Autor

6. Considerações finais

A análise comparativa das práticas de governança corporativa de dois países latino-americanos, Brasil e México, apontaram que existem semelhanças, tais como excessiva regulamentação do mercado e lentidão na sua atualização e modernização, a presença forte de assimetria informacional entre acionistas controladores e acionistas minoritários, uma vez que a presença de empresas familiares é acentuada.

Em relação às diferenças, destacam-se a forma de implementação e disseminação da cultura de boas práticas de governança corporativa. No Brasil a criação e atuação do IBGC através do seu código de GC associadas à existência dos níveis diferenciados de GC na BOVESPA, auxiliou na adesão dessas práticas de maneira voluntária. No México, embora a revisão jurídica tem se dado de modo mais eficiente, os mecanismos criados não tiveram impactos significativos na adesão voluntária de boas práticas de GC, como o esperado.

Ambos os países demonstraram lacunas que precisam ser preenchidas nesse âmbito, legislações mais atualizadas para fornecer maior segurança ao acionista minoritário além da

necessidade de profissionalização da alta gestão das empresas familiares, propiciando um ambiente favorável ao desenvolvimento e crescimento do mercado de capitais.

Cabe ressaltar que dentro do estudo de caso realizado, foi possível verificar a necessidade maior de *disclosure* das empresas em relação às perspectivas e estratégias futuras. Outros trabalhos que analisem tais mercados poderiam ser realizados nesse âmbito com o objetivo de mensurar mais detalhadamente essas práticas bem como as diferenças existentes dentro de vários setores em um mesmo país.

7. Bibliografia

ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa – Fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Ed. Atlas, 2004.

AUTHERS, John. **Mexico pushes for stock market listings: family-owned companies currently have few incentives to go public.** Financial Times. London. Apr, 2005.

COGGAN, Philip. **Return of the emerging markets: higher growth and better corporate governance are bringing back the investors.** Financial Times. London. Jun, 2002.

HUSTED, Bryan W.; SERRANO, Carlos. **Corporate governance in México.** Journal of Business Ethics, May 2002.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 3ª Versão. Disponível em <<http://www.ibgc.com.br>>. Acesso em: 20 mar. 2006.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras.** Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LAKATOS, Eva M., MARCONI, Marina de A. **Metodologia do trabalho científico.** São Paulo: Atlas, 1992.

LA PORTA, Rafael et al. **Investor protection and corporate governance.** Journal of Financial Economics. V.58, n.1/2, p.3-27. Oct.2000c.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** São Paulo: Editora Atlas S.A., ed.2, 1994.

MILLSTEIN REPORT. **Corporate governance improving competitiveness and access to capital in global markets.** Paris: OECD, 1998.

OECD. **Princípios de Governança Corporativa da OECD.** Disponível em <<http://www.ibgc.com.br>>. Acesso em: 28 mar. 2006.

PATEL, Sandeep A.; BALIC, Amra; BWAKIRA, Liliane. **Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets.** Emerging Markets Review. 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **A survey of corporate control.** Journal of Finance, v.52, 1997.

SILVA, Wesley Mendes da; ALVES, Luiz A. de L. **The voluntary disclosure of financial information on the internet and firm value effect in companies across Latin América.**

SILVEIRA, Alexandre D. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

YAMAMOTO, Marina M.; SALOTTI, Bruno M. **Informação contábil – Estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais.** São Paulo: Editora Atlas, 2006.

Anexo I – Questionário Aplicado

Questionário	Ano
I - Informações no website corporativo	
A - Facilidade ao acesso.	
a) A empresa possui um website.	
b) Há um link individual que conduz a área de RI.	
c) O site está disponível em inglês	
B - Informações do último exercício social	
d) Balanço Patrimonial	
e) Demonstração de resultados	
f) Notas explicativas	
g) Fluxo de caixa	
h) Relatórios trimestrais ou semestrais	
i) Relatório corporativo anual (RA)	
j) Relatório social e/ou ambiental	
k) RA em inglês	
C - Informações de exercícios anteriores	
l) Balanço Patrimonial	
m) Demonstração de resultados	
n) Notas explicativas	
o) Fluxo de caixa	
p) Relatórios trimestrais ou semestrais	
q) Relatório corporativo anual (RA)	
r) Relatório social e/ou ambiental	
s) RA em inglês	
II - Informações no relatório anual corporativo (RA)	
A - Demonstrações e informações gerais	
a) Há a menção clara do "business core" da empresa	
b) Há a divulgação da meta de ROA ou ROE	
c) Demonstrações em IGAAP	
d) Demonstrações em correção monetária integral	
e) Informações setoriais globais	
f) Market Share	
g) Perspectivas e Metas	
B - Conselhos e comitês	
h) Presença de conselho(s)	
i) Quantidade de conselheiros	
j) Descrição da especialização/perfil dos conselheiros	
k) Montante pago aos conselheiros	
l) Comitê de GC	
m) Comitê de Auditoria/Conselho Fiscal	
C - Governança Corporativa	
n) A GC é colocada como uma das prioridades na missão da empresa	
o) Há uma parte do relatório dedicada à GC	
p) Adesão a algum código de GC	
q) Concessão de <i>tag along</i>	
D - Informações sócio-ambientais	
r) Balanço Social	
s) Declarações reais e intenção da política ambiental	
t) Metas e objetivos ambientais	
u) Destinação de resíduos	
v) Promoção de reciclagem	
x) Sistema de qualidade ISO	
z) Despesas e investimentos ambientais	
w) Educação ambiental	
y) Incentivo e apoio às pesquisas ambientais	