

Governança Corporativa e o Novo Mercado: uma estratégia de capitalização para o setor sucroalcooleiro

Área temática: Governança Corporativa

AUTORES

PATRÍCIA APARECIDA FERREIRA

Universidade Federal de Lavras
patty82@yahoo.com.br

SABRINA SOARES DA SILVA

Universidade Federal de Lavras
sabrinasosil@yahoo.com.br

ANTÔNIO THIAGO BENEDETE DA SILVA

universidade Federal de Lavras
antonio_benedete@yahoo.com.br

Resumo: O ambiente de concorrência global no qual agronegócio brasileiro opera, exige cada vez mais capital para as cadeias agroindustriais se modernizarem e enfrentarem as ameaças competitivas. No entanto, o mercado de crédito não representa uma das melhores alternativas, devido às elevadas taxas de juros e a cobrança de altas tarifas. Diante disso, o mercado de capitais apresenta-se uma opção viável e mais barata para capitalização, pois são permitidas operações financeiras por prazo indeterminado, como no caso das ações. Dentre as formas de abertura de capital, merece destaque o Novo Mercado, que representa um conjunto de práticas que visam melhorar o desempenho de uma companhia, protegendo todas as partes envolvidas, facilitando assim o acesso ao capital. Dessa forma, este trabalho apresenta um breve panorama das tendências do setor sucroalcooleiro e a sua necessidade de novas formas organizacionais, sendo o caso de adoção do Novo Mercado pelo Grupo Cosan um exemplo ilustrativo de competitividade nesse setor. Constatou-se que o setor necessita de transformações em sua estrutura, uma vez que já não é tão dependente das ações intervenientes do Estado e estando exposto as condições de mercado e a abertura de capital torna-se uma estratégia atraente, pois proporciona custos mais baixos de capitalização.

Abstract: The environment of global competition in which Brazilian agribusiness operates, demands each more capital time for the agro-industrial chains if to modernize and to face the competitive threats. However, the credit market does not represent one of the best alternatives, had to the raised taxes of interests and the collection of high tariffs. Ahead of this, the stock market presents a viable and cheaper option for capitalization, therefore financial operations for indeterminate stated period are allowed, as in the case of the actions. Amongst the forms of flotation of shares, it deserves prominence the New Market, that represents a set of practical that they aim at to improve the performance of a company, protecting all the involved parts, thus facilitating the access to the capital. Of this form, this work presents a brief panorama of the trends of the sucroalcooleiro sector and its necessity of new organizational forms, being the case of adoption of the New Market for Grupo Cosan a illustrative example of competitiveness in this sector. It was evidenced that the sector needs transformations in its structure, a time that already is not so dependent of the intervening actions of the State and being displayed the conditions of market and the flotation of shares an attractive strategy becomes, therefore provides lower costs of capitalization.

Palavras-chave: Novo Mercado, capitalização e setor sucroalcooleiro

1 Introdução

O mundo contemporâneo do agronegócio e sua crescente expansão no contexto brasileiro tem sido marcado por profundas transformações, principalmente no que tange a capitalização das empresas do setor. Operações como os financiamentos de curto e médio prazo, principalmente no mercado interno de crédito, não tem sido uma das melhores opções, devido às elevadas taxas de juros e as altas tarifas cobradas pelas instituições financeiras.

Dessa forma, o mercado de capitais se apresenta como uma alternativa viável e mais barata para capitalização das empresas do agronegócio através de operações financeiras de médio e longo prazos, ou até mesmo por prazo indeterminado, como no caso das ações. Um investidor ao adquirir uma ação de uma empresa, ele está comprando uma participação no empreendimento, portanto ele se torna um sócio e não um credor. Perante essa condição, a empresa deve aos seus acionistas apenas aquilo que sobrar, sendo repassado na forma de dividendo.

As empresas que compõem o setor sucroalcooleiro brasileiro são fortes candidatas a se ingressarem no mercado de capitais, uma vez que necessitam de estratégias competitivas para atenderem a crescente demanda mundial por álcool e açúcar. No entanto, o setor é tradicionalmente dominado por empresas familiares que concentram o poder nas mãos do patriarca/dirigente, necessitando assim de transformações em suas estruturas organizacionais para se manterem no concorrido jogo do comércio mundial.

Dentre as novas formas organizacionais a serem adotadas, destaca-se a governança corporativa como um meio de superar o chamado “conflito de agência”, presente no fenômeno de separação entre a propriedade e a gestão empresarial. A empresa que adota as práticas de governança corporativa cria mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado aos interesses dos acionistas, através dos princípios de transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade.

Para demonstrar o compromisso com as práticas de governança corporativa, as empresas podem se candidatar a três níveis: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. O Novo Mercado é uma excelente opção para as empresas que pretendem entrar no mercado de capitais, pois é formado por um conjunto de regras que oferecem maior transparência e segurança aos investidores e melhor preço e custo de captação para as empresas.

Diante desse contexto, esse artigo pretende demonstrar as tendências do setor sucroalcooleiro brasileiro e a sua necessidade de novas formas organizacionais, sendo o caso de adoção do Novo Mercado pelo Grupo Cosan um exemplo ilustrativo de competitividade nesse setor.

2 Referencial Teórico

2.1 Mercado de Capitais no Brasil

Tradicionalmente, o mercado de capitais tem desempenhado um papel bastante pequeno no Brasil. Estima-se que, nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos das empresas de capital aberto tenham sido financiados por intermédio do mercado de capitais, utilizando-se seus próprios lucros retidos e fontes de financiamento advindas do governo para o atendimento de suas necessidades financeiras (Standard & Poors, 2004). Em parte, isso é atribuído à herança de décadas de uma política econômica intervencionista e à natureza fechada da economia, que limitou as necessidades de investimento das empresas e fez do governo a maior fonte de capital.

Entretanto, as crescentes demandas sociais do país e a escassez de recursos financeiros limitaram a capacidade do Estado para manter seu papel como um provedor de capitais. A abertura econômica do mercado brasileiro na década de 90 agravou ainda mais essa diminuição dos financiamentos. O ambiente de concorrência global em que as empresas operam exige delas mais capital para se modernizarem e enfrentarem as ameaças competitivas. O crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais local podem atender a essa demanda por capital.

Com a abertura econômica e a liberalização ocorrida na década de 90, os mercados financeiros passaram a representar uma parcela muito maior do PIB do País. O valor de mercado das empresas listadas em bolsa cresceu de um patamar inferior a 8% do PIB em 1991 para um nível superior a 30% uma década depois (Standard & Poors, 2004).

Entretanto, a expansão do mercado não alterou sua estrutura, caracterizada por concentração elevada, baixa liquidez e alta volatilidade. Em média, as 20 maiores empresas listadas em bolsa ainda respondem por 70% da capitalização do mercado, e apenas 4% das empresas listadas em bolsa têm liquidez diária (Standard & Poors, 2004). Por isso, os mercados financeiros são vulneráveis a amplos movimentos de preços e de volumes mediante mudanças nos fluxos de capitais, bem como à manipulação por parte dos maiores participantes, gerando um ambiente instável para eles serem vistos como uma alternativa de investimento de longo prazo confiável tanto para pessoa física quanto para investidores institucionais.

A estrutura acionária das empresas brasileiras, principalmente a concentração de controle nas mãos de poucos acionistas, está associada a muitos dos problemas de governança corporativa. Esses problemas vão desde um funcionamento precário dos conselhos de administração até o desprezo pelos direitos dos acionistas minoritários e a baixa liquidez dos papéis. De fato, mais de 60% das empresas de capital aberto contam com um único acionista que controla mais de 50% das ações com direito a voto e, em média, detém 70% do total do capital votante. Com o controle corporativo concentrado nas mãos de poucos acionistas, quando não um único acionista, existe um espaço bastante limitado para tomadas de controle hostis. Assim, a disciplina de administração imposta por tais mecanismos não é um aspecto relevante do mercado para o controle de empresas no Brasil. A estrutura acionária da maioria das empresas de capital aberto que negociam suas ações na Bovespa ainda está longe do ideal. Valadares & Leal (2000) perceberam elevado grau de concentração de controle nessas empresas, além de observar que há a violação da regra uma ação - um voto. Leal et al. (2002) observaram que mesmo quando não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma significativa participação nos votos. Os prêmios de controle recebidos por esses acionistas compensam a desvalorização das ações sem direito a voto devido à expropriação dos acionistas minoritários, ou não há benefícios privados de controle significativos, ou ainda, eles detêm ações sem direito a voto por conta de sua liquidez.

Nessa perspectiva, boas práticas de governança corporativa contribuem para minimizar tanto o conflito de agência existente entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários, quanto entre executivos e proprietários. Uma relação de agência surge quando um ou mais indivíduos (principal) contratam outro indivíduo ou organização (agente) para realizar algum tipo de serviço e, para isso, o principal delega autoridade de tomada de decisão para esse agente (Brigham, 2001). Dessa relação podem surgir atritos que, na teoria econômica, convencionou-se chamar de conflito de agência. Essa tensão gerada pela separação entre propriedade e gestão empresarial começa quando os interesses do administrador não são os mesmos do titular da propriedade, e a preocupação maior deve ser a confluência desses interesses (IBGC, 2003). Além do conflito de agência entre gestores e titulares, a presença de grandes acionistas gera esse tipo de conflito também entre esses últimos e os acionistas minoritários, agravando os problemas de governança corporativa. Para

Silveira (2002), esse tipo de conflito é ainda maior quando há percepção de que o controle é valorizado na empresa.

2.2 O Novo Mercado e as Práticas de Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, os proponentes do mercado de capitais acreditam que um dos principais pontos para um mercado saudável e bem sucedido é a introdução e o apoio as medidas rígidas para as práticas de governança corporativa.

Segundo a visão da Comissão de Valores Mobiliários (2002), governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (Brandão & Bernardes, 2005). Em seu conceito puro, deve servir a todos os envolvidos com a empresa ou suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

Uma das mudanças mais importantes trazidas pela governança corporativa refere-se à percepção da informação. Há alguns anos, reter informação costumava ser visto como uma maneira de obter e manter o poder. Atualmente, o mercado exige cada vez maior participação na informação de forma transparente e imparcial. Assim, os controladores das empresas se vêem obrigados, moral e legalmente, a fornecerem informações a terceiros quando usufruir os recursos destes.

Vários esforços no intuito de melhorar a qualidade da governança corporativa têm sido empreendidos, tais como: o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC; a reforma na Lei das Sociedades Anônimas; e a criação de classificações de transparência e do Novo Mercado, pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Segundo Steinberg (2003), os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado são segmentos especiais que foram criados objetivando proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Steinberg (2003) afirma ainda que embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital ou às listadas na Bovespa apenas com ações ordinárias ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias, enquanto os Níveis Diferenciados (nível 1 e nível 2) são mais direcionados à empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

As Companhias do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas neste nível são a manutenção de uma parcela mínima de ações de 25% do capital, melhoria das informações prestadas trimestralmente e divulgação de acordos de acionistas.

No Nível 2, as companhias, além da aceitação das obrigações do Nível 1, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, que englobam o mandato unificado de 1 ano para todo o conselho de administração, a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores da companhia, o direito de voto às ações preferenciais em alguns assuntos relevantes à empresa e a adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O surgimento do Novo Mercado no Brasil se inspirou em várias experiências bem-sucedidas em outros países. O *Neur Markt*, na Alemanha, é o melhor exemplo. Além dele,

operam também com destaque: o *Nouveau Marché*, na França; o AIM (*Alternative Investment Market*), em Londres; além de outros mercados menores em Portugal, Espanha, Japão e Itália.

Ribeiro Neto e Fama (2001) expõem a criação do *Neur Markt* na Alemanha:

“O Neur Markt surgiu em 1997, como uma reação da bolsa alemã a enorme concentração do mercado principal, 70% do volume negociado era de apenas 10 ações. Assim, as empresas alemãs que queriam obter fundos recorriam direto ao Nasdaq americano. Os bancos de investimento não apoiaram o Neur Markt no começo, pois achavam que o tamanho das operações não seria interessante, não visualizam ganhar recursos com esse segmento. Exceção feita a alguns bancos menores alemães. Com o sucesso do mercado, todos passam a se interessar pelo mercado.”

Implantado em dezembro de 2000, o Novo Mercado, conforme Bovespa (2002), é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação. A companhia deve assinar um Contrato de Participação no Novo Mercado, tendo além dela mesma, seus controladores, administradores (Conselho de Administração e Diretoria) e a Bovespa como partes. Pode-se dizer que, com a criação desse novo mercado, houve efetivamente uma divisão global do que, anteriormente, existia em quatro diferentes níveis: mercado tradicional, mercado nível I, mercado nível II e, finalmente, o Novo Mercado, surgindo como um divisor de águas, estabelecendo uma fronteira entre o velho e o novo. Contudo, ele foi criado com a clara intenção de promover uma transição gradual para um mercado de capitais, onde a transparência das informações contábeis se poste num patamar mais adequado, em termos de atendimento às expectativas dos investidores.

As práticas de GC no Novo mercado vão além daquelas seguidas pelas organizações do Nível 2. As regras societárias são requisitos de grande importância para a listagem da companhia. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e traz, como principal inovação, a proibição de emissão de ações preferenciais. Essas organizações também precisam estender, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, cumprimento de regras de *disclosure* (transparência) em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Adicionalmente, de acordo com a Bovespa (2002), a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- 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 no Novo Mercado.
- 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.
- 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 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.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

No que diz respeito a divulgação de informações financeiras, as companhias devem se comprometer a divulgá-las em padrão internacional, como o *US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles)* e o *IAS (Internacional Accounting Standards)*, e traduzidas para a língua inglesa.

Também deve ser utilizada a Câmara de Arbitragem para solucionar conflitos através do Regulamento de Arbitragem, agilizando a solução de eventuais conflitos societários e proporcionando aos seus participantes um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, economia de tempo e, conseqüentemente, economia de recursos.

As ações das empresas que praticam a governança corporativa sempre foram mais valorizadas do que aquelas que não o fazem, mas somente em junho de 2000, quando a *McKinsey & Co*, em parceria com o Banco Mundial, conduziu a pesquisa “*Investors Opinion Survey*” junto a investidores, foi possível detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18 e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência (IBGC, 2004).

Os entrevistados classificaram como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina a defesa dos direitos dos acionistas, e a maior parte desses dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Isso se deve, em grande parte, à limitação e a má qualidade dos relatórios financeiros na América Latina e na Ásia, impedindo que os investidores confiem apenas em números.

Os investidores estrangeiros estão dispostos a pagar mais pelas ações e participações em empresas brasileiras caso as companhias nacionais tenham uma administração mais eficiente, ou, mais especificamente, com um bom projeto de governança corporativa.

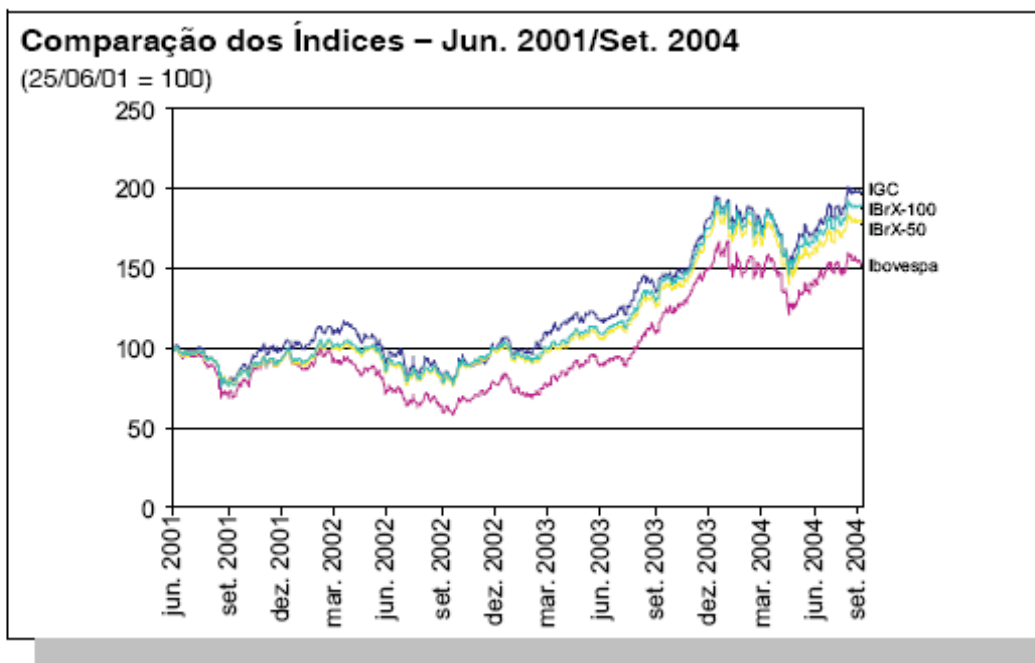
De forma resumida, Santana (2001) apresenta os benefícios que a implementação do Novo Mercado pode proporcionar às empresas e aos investidores: 1) para as empresas:

melhoria da imagem institucional; maior visibilidade; maior demanda pelas ações; valorização das ações; e menor custo de capital; 2) para os investidores: maior precisão na precificação das ações; melhoria do processo de acompanhamento e fiscalização; maior segurança quanto aos seus direitos societários; redução de risco para o país; canalização de mais poupança para a capitalização das companhias; investimentos mais seguros e diversificados; empresas mais fortes e competitivas; e dinamização da economia.

Nas práticas de boa governança estabelecidas pela Bovespa, a passagem para um patamar superior de governança aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade das informações prestadas pelas empresas. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado. Ao estabelecer níveis de governança, a Bovespa pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis guardem uma forte correlação com a valorização e a menor volatilidade das ações. O gráfico 1 confronta a evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa com a *performance* do IGC (Índice de Governança Corporativa). Observa-se que o IGC proporciona retornos acima da média para os investidores.

De acordo com Vieira e Mendes (2004) o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que parece estar estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas, de modo que a superioridade da relação preço/lucro líquido das empresas listadas nos dois níveis de governança e no Novo Mercado induz a uma correlação positiva entre menor risco de crédito e governança.. Infere-se daí que a governança corporativa, ao propiciar a redução da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, tende a provocar a redução do custo de capital.

Gráfico 1 – Evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa.



Fonte: Vieira e Mendes (2004)

3 Metodologia

A abordagem metodológica desta pesquisa foi de caráter qualitativo, que segundo Malhotra (2001) proporciona uma melhor visão e compreensão do contexto do problema. Para

esse autor, a pesquisa qualitativa é uma metodologia de pesquisa não-estruturada, exploratória, baseada em pequenas amostras, que proporciona *insights* e uma compreensão mais ampla do contexto do problema.

O método adotado para o desenvolvimento dessa pesquisa foi o estudo de caso que, segundo Yin (2001) *apud* Estivalet (2002), pode investigar fenômenos contemporâneos dentro de contextos reais, especialmente quando os limites entre o fenômenos e o contextos não estão claramente definidos.

Dentre as técnicas de amostragem, utilizou-se a amostragem por julgamento, que segundo Malhotra (2001) consiste numa forma de amostragem não-probabilística por conveniência em que os elementos da população são selecionados com base no julgamento do pesquisador. Dessa forma, o critério utilizado para a seleção desse objeto de estudo compreendeu o setor sucroalcooleiro, uma vez que se apresenta como um dos principais exponenciais do agronegócio brasileiro, tendo o Grupo Cosan como a primeira empresa do setor a abrir seu capital e adotar as práticas de governança corporativa do Novo Mercado.

Já a coleta de dados foi realizada através de pesquisas documentais em revistas e publicações, eletrônicas ou não, as quais forneceram dados secundários que foram pertinentes ao objetivo desse estudo.

4 Resultados

4.1 Setor Sucroalcooleiro: um breve panorama

O desenvolvimento do agronegócio brasileiro nos últimos cinquenta anos determinou profundas mudanças na estrutura de mercado e na inserção da agropecuária no contexto mais amplo do complexo produtivo da agricultura, cuja dinâmica desfez os estáticos limites setoriais do período anterior. Segundo Gonçalves (2005), o agronegócio rompeu com a reprodução simples do capital lastreada na seqüência de produção de mercadorias para transformar em dinheiro e permitir a obtenção de mais mercadorias.

Para o mesmo autor, o setor busca uma reprodução ampliada do lucro, o implica numa interdependência da agropecuária com agentes econômicos e outras instâncias do mercado, permitindo assim a financeirização da agricultura num universo globalizado.

O mercado sucroalcooleiro se encontra numa fase de transição, que quando finalizada refletirá incisivamente as características dessa reprodução ampliada do lucro. De acordo com Salomão (2005), o setor se encontra num novo ciclo, que não dispõe de espaços para estereótipos como o senhor de engenho e o coronel usineiro.

Para Inácio (2004), o setor sucroalcooleiro se encontra em uma terceira fase na qual a mão pesada do Estado foi substituída pela lei de mercado, corroborando assim com as idéias do pensamento econômico liberal de Adam Smith, ou seja, os mercados podem encontrar sozinhos seus equilíbrios, como se fossem regulados por uma força invisível, sendo a intervenção do Estado dispensável.

Com relação às outras duas fases, o mesmo autor ressalta que a primeira fase aconteceu na década de 50, com a migração dos canaviais para o Centro-Sul do país e o surgimento de novas usinas voltadas para a produção de açúcar. Nos anos 60, a região já era mais importante para a cultura do que a Nordeste, onde se instalaram os primeiros engenhos do Brasil. Na década seguinte registrou, além da modernização do parque açucareiro, o início da produção de álcool anidro para mistura na gasolina. Era o início do Programa Nacional do Álcool (Proálcool), estratégia do governo militar, que visava reduzir o uso do petróleo na matriz energética brasileira - um marco para a indústria sucroalcooleira. Esse período representou anos difíceis para os países altamente dependentes das importações do combustível fóssil, como o Brasil, uma vez que tensões no Oriente Médio elevaram o preço

do barril. Dessa forma, a ação do governo brasileiro foi um sucesso, visto que em 1980 iniciou-se a produção de carros a álcool, o que representou 95% das vendas em 1984.

A partir de 1985, o petróleo retornou os patamares de preços baixos, desestimulando assim o Proálcool. Em 1990, o Instituto de Açúcar e Álcool (IAA), órgão governamental que controlava a negociação do produto internacionalmente foi extinto. Esse declínio do consumo de combustível renovável pode ser observado até no ano de 2001, período no qual a participação dos carros a álcool no mercado representou 1,02% da produção total dos carros (Inácio, 2004).

Mas todavia, essa decadência do combustível renovável foi compensada por uma grande expansão da produção de açúcar, puxada, principalmente, pelas exportações. Além disso, em 2003 a iniciativa privada retomou o programa de álcool no Brasil, visto que a indústria automobilística nacional deu início à produção dos carros bicombustíveis - movidos tanto a álcool quanto a gasolina. Essa produção de carros bicombustíveis teve como pano de fundo as atuais complicações do mercado internacional de petróleo, no qual as altas cotações do combustível fóssil incentivaram a busca por alternativas renováveis de energia para os carros.

Dessa forma, o setor sucroalcooleiro entrou em um novo ciclo positivo, que conforme Carvalho (2006) representa o fruto do amadurecimento dos mercados internos e externos, caracterizado pela sustentação dos preços e demais condicionantes de curto, médio e longo prazos.

Esse amadurecimento tanto do mercado interno quanto do mercado externo está condicionado a fatos como a maior demanda por álcool e estoques mundiais de açúcar perto dos níveis mais baixos, o que ajuda na previsão da escalada dos preços dos dois produtos. Além disso, vale destacar a recente conquista brasileira na Organização Mundial do Comércio (OMC), condenando os subsídios às exportações europeias de açúcar.

De acordo com o Prospecto Preliminar (2005), a produção global de álcool aumentou cerca de 50% nos últimos anos, passando de 28 bilhões de litros em 2000, para aproximadamente 41 bilhões de litros em 2004. Dois terços de todo o álcool consumido no mundo é utilizado como combustível, uma vez que é menos poluente que a gasolina. Por ser um combustível limpo e renovável, acredita-se que a sua fabricação e queima não aumentem o efeito estufa. Atualmente os Estados Unidos e o Brasil são os principais produtores e consumidores de álcool.

Para Nehmi Filho (2005), o crescimento do consumo de álcool deve-se à forte expansão da demanda doméstica de veículos flex (tecnologia que permite uso de álcool e gasolina) e, também pela tendência de utilização de maiores quantidades de álcool misturado à gasolina, o que pode informalmente ultrapassar a quantidade de álcool permitida pelas distribuidoras.

Nehmi Filho (2005) também descreve uma série de decisões, de diversos países, que irão acarretar no aumento da demanda por álcool, e incrementar as exportações brasileiras:

- Os Estados Unidos, apesar de não ter assinado o Protocolo de Kyoto, aprovaram legislação prevendo mistura obrigatória de 5% de álcool em toda a gasolina até 2013;
- A Alemanha e a Áustria prevêem a mistura de 30% de álcool na gasolina em 2015, e outros países europeus também já aprovaram legislação que aumentam a mistura de etanol na gasolina;
- O Japão iniciará a mistura de 3% de álcool na gasolina consumida no país.

Além disso, se for mantida a atual tendência do consumo de petróleo, as reservas mundiais atuais serão suficientes para apenas mais 30 anos. A descoberta de novas jazidas podem prorrogar esse prazo para outros 10 anos. Se forem considerados outros combustíveis fósseis, como o gás natural, xisto betuminoso e carvão mineral, o consumo poderia se estender a cerca de 100 anos. Porém, isso acarretaria no aumento do Efeito Estufa, com

consequências desastrosas para o planeta (Nehmi Filho, 2006). Isso incentiva a substituição dos combustíveis fósseis como fonte de energia, dando espaço a outras alternativas, como o álcool.

No caso do açúcar, o mesmo autor ressalta que a forte redução dos estoques mundiais deve-se à quebra da produção indiana, o que levou os preços a patamares inesperadamente altos. Além disso, a China continuou aumentando suas importações de açúcar, ultrapassando a marca de 1 milhão de toneladas em 2004.

Segundo o Prospecto Preliminar (2005) o consumo de açúcar continuará aumentando devido ao crescimento do poder de compra dos consumidores em diversas regiões do mundo, do aumento do consumo de alimentos processados resultante da migração da população das áreas rurais para as urbanas, e também pela tendência do consumo de adoçantes de baixas calorias a base de açúcar, como a sucralose. Dessa forma, acredita-se que o maior crescimento de consumo *per capita* de açúcar deverá ocorrer em regiões como a Ásia, onde a receita *per capita* e a migração populacional estão crescendo rapidamente.

Para os mesmos autores, o açúcar é um produto de consumo básico e uma *commodity* essencial produzida em várias partes do mundo, tendo como matéria-prima básica a cana-de-açúcar ou a beterraba. Entretanto, a cana-de-açúcar é responsável por mais de 70% da produção mundial total de açúcar, sendo o Brasil o maior produtor.

Mesmo sendo o maior produtor mundial de açúcar, o Brasil enfrenta algumas restrições comerciais no mercado externo tais como: cotas, subsídios e outras restrições à importação. Conforme o Prospecto Preliminar (2005), essas políticas protecionistas devem-se ao valor estratégico do açúcar como um ingrediente chave em muitos tipos de alimentos, além de ser uma fonte relativamente barata de energia. Os mercados dos Estados Unidos e da União Européia são fortemente protegidos, sendo apoiados por *lobbies* de produtores e refinadores.

Em 2003, a Austrália, o Brasil e a Tailândia entraram com um pedido na OMC, alegando que a União Européia excedia os limites dos subsídios à exportação em violação a acordos internacionais e a outras regras relacionadas ao regime do açúcar da União Européia, causando uma distorção nos preços mundiais do açúcar. Em agosto de 2004, a OMC pronunciou-se preliminarmente a favor desses países, depois de ter concluído que os subsídios da União Européia proporcionavam aos produtores uma vantagem injusta às suas exportações nos mercados globais de exportação.

Diante desse contexto, pode-se observar que o panorama para o setor sucroalcooleiro é favorável, sendo o Brasil o maior produtor mundial de álcool e açúcar. Vale ressaltar também que o setor é responsável por aproximadamente 2% do produto interno bruto e por 17% do produto interno bruto da agricultura no Brasil, empregando mais de um milhão de pessoas (Prospecto Preliminar, 2005). Essa posição de destaque do setor no país é resultado também do vasto território brasileiro e do clima propício que possibilitam uma grande oferta de terras para o cultivo de cana-de-açúcar, constituindo-se uma vantagem competitiva em relação aos outros países produtores, visto que a cana-de-açúcar pode ser colhida de seis ou sete vezes antes do replantio.

No entanto, mesmo apresentando uma conjuntura favorável, o setor sucroalcooleiro no Brasil é ainda tradicionalmente dominado por empresários com hábitos coloniais, sendo a maioria das usinas, empresas familiares, com controle exercido pelo patriarca e sucessão também dentro da família, de médio porte e 100% nacionais, tendo como fonte de investimento os lucros extraídos da própria atividade (Salomão, 2006). Segundo uma pesquisa realizada com os usineiros dos 70 maiores grupos no Brasil, pela *Business Consulting Services/IBM* (Salomão, 2006), 90% deles não querem executivos envolvidos na gestão e não têm estrutura forma de relações com acionistas, cerca de 60% não têm planejamento

estratégico de longo prazo e os donos centralizam as decisões, 53% não se acham preparados para enfrentar o futuro e 13% não consideram o álcool uma grande oportunidade.

Porém, apesar dos grandes investimentos que tornaram o Brasil o maior e mais eficiente produtor de açúcar e álcool do mundo, esse modelo, segundo Salomão (2006), é incapaz de manter essas empresas no concorrido jogo do comércio mundial, o que torna iminente uma transformação do setor semelhante à que já ocorreu com os fabricantes de autopeças, varejo e telecomunicações. Entre os grupos interessados em expandir os negócios no Brasil estão o Louis Dreyfus, que já adquiriu três usinas, a ADM, líder na produção de etanol nos Estados Unidos, a Südzucker, maior fabricante de açúcar do mundo, a Bunge e a Cargill, que investem em bicombustíveis na Europa e Estados Unidos.

O setor está investindo, segundo Salomão (2006) cerca de 7 bilhões de dólares na construção de 80 novas usinas, mas seriam necessários outros 10 bilhões para acompanhar o crescimento da demanda. Estima-se que a demanda por álcool, que dobrou entre os anos 2000 e 2005, chegando a 37 bilhões de litros nesse último ano, vá crescer mais 70% até 2010 (Salomão, 2005) ou cerca de 100% nos próximos 10 anos (Nehmi Filho, 2006).

Assim, a expectativa de novos investimentos externos no Brasil, para suprir essa demanda, é grande. Porém, a entrada de empresas internacionais no setor sucroalcooleiro brasileiro pode trazer dificuldades para empresas que não se adequem a essa corrida pela competitividade. Segundo Salomão (2006), um dos poucos grupos brasileiros capazes de disputar espaço com as companhias globais é o Cosan que, diferentemente dos outros grupos, já captou mais de 1 bilhão de dólares no mercado de capitais. Para alguns analistas, apesar de existirem mais de 300 indústrias de açúcar e álcool no país, poucas delas possuem condições de se fortalecer com a consolidação do setor.

4.2 Cosan: um estudo de caso no Novo Mercado

De acordo com Prospecto Preliminar (2005), a desregulamentação do setor sucroalcooleiro causou muitas mudanças, uma vez que o setor que era regulamentado – o Estado determinava quanto plantar, quando e por quanto vender – passou a possibilitar a livre concorrência. Essa livre concorrência fez com que as usinas aumentassem a sua preocupação com produtividade e tecnologia utilizada. O grupo Cosan é um exemplo típico desse contexto, uma vez que está adotando muitas práticas gerenciais no intuito de superar essas transformações de forma eficiente e eficaz.

A Cosan iniciou suas atividades em 1936 na cidade de Piracicaba, com a fundação de sua primeira usina de moagem de cana-de-açúcar. A partir da metade da década de 1980, expandiu suas operações através da aquisição de várias usinas dentro do Estado de São Paulo. No final da década de 90, passou a desenvolver parcerias com grandes grupos como forma de ganhar espaço no mercado internacional. Em 2002, a COSAN se uniu às empresas Francesas Tereos e Sucden para constituir a FBA – Franco Brasileira de Açúcar e Álcool S/A. Em 2005, se uniu a um novo parceiro, o grupo chinês Kuok, um dos mais dinâmicos e diversificados conglomerados internacionais.

Para Blecher (2005), as aquisições proporcionam uma forma de concentração que permite ganhos de escala com a mesma estrutura administrativa. Já as alianças estratégicas implementadas consistem em uma forma de superar as limitações do antigo modelo das usinas, uma vez que solidificam a estrutura financeira. Além disso, as parceiras trazem novos recursos e geram alta tecnologia, consolidando o grupo como um grande *player* no mercado internacional (Site Institucional, 2006).

Segundo o Prospecto Preliminar (2005), a Cosan é a maior produtora de cana-de-açúcar no Brasil, e também a maior produtora e processadora de cana-de-açúcar do mundo, tendo processado 2,3 milhões de toneladas no exercício social de 2005.

Além da sua posição de líder no mercado, a Cosan apresenta muitas vantagens competitivas, segundo um material publicitário para corretoras (2005):

- **Baixo custo de produção e usinas localizadas estrategicamente:** as operações do grupo beneficiam-se das condições naturais favoráveis da região centro-sul do Brasil, e da localização estratégica das instalações produtivas e de um terminal portuário que aumenta a eficiência operacional, ou seja, facilita o atendimento a demanda e reduz os custos.
- **Flexibilidade de produção:** ajusta a produção (dentro de certos limites operacionais) entre o açúcar e o álcool, bem como entre tipos diferentes de açúcares e álcoois, para atender demandas em condições de preços de mercado mais favoráveis em determinados momentos.
- **Abordagem comercial inovadora:** desenvolve produtos, técnicas de produção e métodos de distribuição inovadores, tais como o açúcar VHP que é atualmente o tipo de açúcar bruto preferido pela maioria dos importadores do açúcar brasileiro e o monitoramento por satélite da evolução do canavial.
- **Experiência na aquisição e integração de empresas, e na extração de sinergias operacionais:** nos últimos quatro anos adquiriu diversas usinas brasileiras com uma capacidade combinada de processamento de cana-de-açúcar de aproximadamente 15 milhões de toneladas, o que efetivamente dobrou a nossa capacidade de processamento nesse período.

Diante dessas características e visando um crescimento sustentado, a Cosan foi a primeira empresa do setor sucroalcooleiro a aderir o Novo Mercado, ou seja, negociar as ações da companhia na bolsa de valores, elevando para 18 o número de companhias pertencentes ao Novo Mercado.

O capital social do grupo era composto por 44.131.065 ações ordinárias e com a abertura do capital passou a ser composto por 60.177.575 ações ordinárias, sem o exercício de opção de ações adicionais. Os recursos captados na venda das ações são usados para pagar aquisições já feitas e até mesmo novas compras de usinas produtoras de açúcar e álcool.

“Crescemos muito nos últimos anos com financiamento bancário, mas agora mudamos a estratégia e decidimos fazer isso com capital próprio. Para tanto, o mercado de capitais é o caminho”. (Rubens Ometto, presidente da Cosan)

O Novo Mercado é um segmento especial da Bovespa que reúne empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa mais rígidas do que as exigidas pela legislação brasileira. A premissa básica do Novo Mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança garantido aos acionistas, que contam com informações de qualidade fornecidas pelas empresas.

Dessa forma, as ações da Cosan (CSAN3) negociadas na Bovespa passaram a ser distribuídas por meio da oferta de varejo e da oferta institucional. A oferta de varejo é destinada a pessoas físicas e jurídicas e clubes de investimento no Brasil.

Cada ação da Cosan no Novo Mercado garante ao titular alguns direitos, tais como:

- Direito a um voto nas deliberações das assembleias gerais.
- Direito ao dividendo mínimo de 25% do lucro líquido ajustado.
- Direito de venda conjunta (tag along) nas mesmas condições e preços pagos aos acionistas controlador, em caso de alienação do controle da Companhia.
- Direito de preferência de subscrição de ações em qualquer aumento de capital de acordo com a sua participação.

A entrada da Cosan no Novo Mercado lhe exigiu algumas obrigações, tais como:

- O Conselho de Administração deve ser composto por sete a vinte membros, sendo responsáveis pelo estabelecimento de diretrizes e políticas gerais de negócios.
- Os acionistas controladores, a administração e os membros do conselho fiscal, devem submeter à arbitragem quaisquer conflitos ou controvérsias relacionadas ao Regulamento de Listagem do Novo Mercado.
- Atender às exigências relativas à divulgação de informações previstas na Lei das Sociedades por Ações e nos normativos expedidos pela CVM e no Regulamento do Novo Mercado.

Vale ressaltar também que a qualquer momento, a Cosan pode requerer o cancelamento da listagem das suas ações no Novo Mercado, desde que tal deliberação seja aprovada em assembléia geral por acionistas que representem a maioria das ações com direito a voto, e desde que a BOVESPA seja informada por escrito com no mínimo 30 dias de antecedência. O acionista controlador deverá realizar uma oferta pública de aquisição de ações, no prazo de 90 dias, pelo valor econômico apurado em laudo de avaliação elaborado por uma empresa especializada e independente, com experiência comprovada, que será escolhida pela assembléia geral.

A entrada da Cosan no Novo Mercado não isenta suas ações de risco, uma vez que o investimento em ações representa um investimento de risco e renda variável e, assim, investidores que pretendam investir nas ações estão sujeitos a diversos riscos, inclusive à volatilidade do mercado de capitais (Prospecto, 2005).

Portanto, as ações da Cosan apresentam riscos, que podem influir decisivamente nos preços de mercado das ações. De acordo com o Prospecto (2005), o preço de mercado dos produtos do setor sucroalcooleiro é cíclico, sendo afetado pelas condições macroeconômicas do Brasil e do mundo. Além disso, existe uma forte concorrência no setor, o que pode afetar de maneira adversa a participação no mercado e a lucratividade da Cosan. Além disso, a expansão da Cosan por meio de aquisições e alianças estratégicas apresenta riscos que podem reduzir os benefícios que se espera obter com essas operações.

A entrada da Cosan no Novo Mercado aconteceu no dia 17 de novembro de 2005 e, mesmo exposta aos riscos, já apresenta resultados positivos. De acordo com Peres (2006), o grupo vendeu 640 milhões de reais a investidores internacionais de um total 885 milhões de reais ofertados. Além disso a Cosan custa atualmente 6,5 bilhões de reais, o que representa o mesmo valor da Braskem, a maior indústria petroquímica da América Latina.

Segundo o mesmo autor, esse resultado é produto da adoção das práticas de governança corporativa, que possuem a transparência e o respeito aos investidores minoritários como premissas básicas. De acordo com Salomão (2006), essa valorização da Cosan já tem refletido no contexto internacional, uma vez que investidores ligados a outros segmentos do mercado, como Larry Page e Sergey Brin, sócios do Google, visitaram o grupo nesse ano.

5 Conclusão

O aumento pela demanda do álcool e açúcar tanto no mercado interno quanto no mercado externo tem se mostrado como uma grande oportunidade para o setor sucroalcooleiro no Brasil. No entanto, a liderança mundial de produção desses produtos não garante ao Brasil competitividade, uma vez que principalmente os atores do setor jusante do complexo sucroalcooleiro não tem buscado novas formas organizacionais, mantendo-se nos antigos moldes da atividade.

Portanto, o setor necessita de transformações em sua estrutura, uma vez que já não é tão dependente das ações intervenientes do Estado, estando exposto as condições de mercado e sofrendo fortes pressões da concorrência externa.

Uma das alternativas viáveis para o setor se manter competitivo perante essa concorrência seria a capitalização das suas empresas no mercado de capitais. A abertura de capital proporciona custos mais baixos de capitalização para as empresas, uma vez que o investidor não se torna credor e sim um dos proprietários da companhia.

Para entrar no mercado de capitais brasileiro, a adoção de novas formas organizacionais, como a governança corporativa, tem sido uma opção atraente, pois proporciona maior transparência e confiabilidade para os investidores. Um exemplo disso é caso da Cosan, grupo do setor sucroalcooleiro que ingressou em 2005 no Novo Mercado, que representa o nível máximo de governança corporativa e obtendo elevados índices de negociação das suas ações.

Vale ressaltar que nem sempre todas as empresas do agronegócio obtém bons resultados no mercado de capitais, uma vez que suas ações sofrem fortes influências de fatores além do mercado como o clima, pragas e doenças, entre outros. No entanto, a Cosan tem sido uma referência nesse contexto de curto prazo, pois a abertura de mercado aumentou a sua competitividade, uma vez que lhe proporciona recursos para aquisições e adoção de tecnologias.

6 Referências bibliográficas

BLECHER, N. O maior usineiro do mundo. **Revista Exame**, ed. 854, n.12, p. 22 -27, Junho de 2005.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Regulamento Novo Mercado**. Disponível em: http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml. Acesso em: 08 jan. 2006.

BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. In: **XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 2005, Brasília, CD-Rom.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

CARVALHO, L.C.C. **Nova fase do setor sucroalcooleiro**. Disponível em: <http://www.jornalcana.com.br/pdf/141/%5Cpainelsetor.pdf>. Acesso em: 03 de mar. de 2006

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 jun. 2002.

COSAN. **Site institucional**. Disponível em: <http://www.cosan.com.br>. Acesso em: 7 de mar. de 2006.

COSAN. **Prospecto preliminar**. 2005. Disponível em: <http://www.jpmorgan.com/brasil/prospecto/cosan>. Acesso em: 6 de mar. de 2006.

ESTIVALETE, V. F. B. As Práticas de Gestão de Pessoas e o Processo de Aprendizagem nas Organizações: um estudo de caso. In: ENANPAD, 26, **Anais 2002**.

GONÇALVES, J. S. Agricultura sob a égide do capital financeiro: passo rumo ao aprofundamento do desenvolvimento dos agronegócios. **Informações Econômicas**, v. 35, n. 4, Abril de 2005. Disponível em: <http://www.iea.sp.gov.br/OUT/publicacoes/pdf/tec1-0405.pdf>. Acesso em: 10 de mar. de 2006.

INACIO, A. **A nova era da cana-de-açúcar**. Novembro, 2004. Disponível em: http://www.agrinovaweb.com.br/agn_artigo.vxlpub?CodNoticia=77521&CodIdioma=<%=CODIDIOMA%>. Acesso em: 8 de mar. de 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 fev. 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>. Acesso em: 10 maio 2003.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 07-18, Jan./Abr. 2002.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. 720 p.

NEHMI FILHO, V. A. Cana-de-açúcar: alta do petróleo e vitória na OMC reforçam expectativas altistas. In: **Anuário da Agricultura Brasileira**. São Paulo: Instituto FNP, 2005. p.261-264.

NEHMI FILHO, V. A. Cana-de-açúcar: alta do petróleo e carros flex sustentam otimismo do setor. In: **Anuário da Agricultura Brasileira**. São Paulo: Instituto FNP, 2006. p.227-232.

PERES, L. Um “baby bom” na bolsa. *Revista Veja*, ed. 1945, n.8, p. 64 -65, Março de 2006.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado. In: **V SEMEAD**, 2001, São Paulo. Anais...

SANTANA, M.H. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**, São Paulo, p. 04 - 08, Dezembro. 2001.

SALOMÃO, A. O novo ciclo da cana-de-açúcar. **Revista Exame**, ed. 854, n.12, p. 28 -32, Junho de 2005.

SALOMÃO, A. A revolução que vem de fora. **Revista Exame**, ed. 862, n.4, p. 28 -32, Março de 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

STANDARDS & POORS. **Estudos de governança corporativa de países**. São Paulo, 2004.

STEINBERG, H. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo, Gente, 2003. 225p.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, out.1999/abr.2000.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A.G.S.T. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.