

Resenha

Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina

Vanessa da Costa Val Munhoz¹

Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano Mendes de Paula (Coords.). Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal) e Corporação Andina de Fomento (CAF), 2009.

O mercado de capitais da América Latina apresentou uma forte expansão no ciclo de crescimento econômico e financeiro mundial recente, entre 2004 e 2007. Todavia, a crise financeira global, que se originou nos Estados Unidos em 2007 e se propagou rapidamente para os países desenvolvidos e em desenvolvimento em 2008/2009, afetou sobremaneira as economias da América Latina e do Caribe. Seus impactos foram sentidos por meio da redução das exportações, queda de preços de produtos básicos e forte reversão dos fluxos financeiros. Por conseguinte, os mercados de capitais destas economias também foram abalados. Diante da severidade da crise, a recessão decorrente revelou lições e experiências, sobretudo no plano ético e empresarial dessas economias, trazendo à baila reflexões sobre como orientar medidas para a constituição de fontes domésticas de financiamento de longo prazo, para fomentar os investimentos produtivos. É neste contexto que se insere a importância do desenvolvimento do mercado de capitais, capaz de consolidar financeiramente a oferta de crédito destinada ao financiamento do investimento. Assim, a publicação do livro *Governanza Corporativa Y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina* foi bastante oportuna por tratar de tema que se insere nas distintas pesquisas acadêmicas e políticas que hoje analisam a reforma da arquitetura financeira global, no contexto pós crise.

O livro é resultado de um trabalho conjunto entre a CEPAL (Comissão Econômica para América Latina e Caribe) e a CAF (Corporação Andina de Fomento), organizado por Georgina Núñez, Andrés Oneto e Germano M. de Paula. Os trabalhos reunidos nesta obra examinam o estado da arte da Governança Corporativa (doravante, GC) e seus impactos no desenvolvimento do Mercado de Capitais (doravante, MC) na América Latina.

A boa governança das empresas pode contribuir para a estabilidade financeira, atração de investimentos e capitais de longo prazo, que, por sua vez, contribuem para o crescimento econômico sustentável, criando confiança e reduzindo em grande medida os riscos de crises financeiras, com seus conseqüentes efeitos econômicos e sociais. No nível microeconômico, a boa GC pode melhorar o acesso ao financiamento e reduzir o custo de capital, se tornando um elemento importante de competitividade. Assim, tratar os temas de estrutura de propriedade, práticas e políticas públicas relacionadas à GC é crucial para economias contemporâneas. Tais temas se circunscrevem, em boa parte, às análises dos mercados financeiros e de capitais, tanto em seus aspectos operacionais, como institucionais e regulatórios. Neste sentido, destaca-se, mais uma vez, a relevância da obra, qual seja, a de associar temas necessários à

¹ Professora Doutora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. E-mail: vanessacostaval@ie.ufu.br

análise macroeconômica *vis-à-vis* a diversificação e aprofundamento de temas ligados ao acesso ao sistema financeiro no contexto da globalização financeira.

O objetivo fundamental do livro é comparar padrões de comportamento e identificar mecanismos regulatórios e institucionais que melhorem as práticas de governança corporativa e o desenvolvimento e qualidade dos mercados de capitais na América Latina. A ideia subjacente é contribuir para geração de práticas corporativas que devolvam a confiança perdida nesta região, mostrando que melhoras a respeito da GC na América Latina podem acarretar efeitos positivos para as empresas e para os países. Especificamente, o estudo tem dois objetivos: i) elaborar um diagnóstico da situação da governança corporativa e do mercado de capitais em seus distintos aspectos em países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e num grupo de países selecionados da América Latina – Brasil, Chile, Colômbia e México – com o fim de contribuir para as discussões e formulações de política nacional de governança corporativa na região; ii) dar recomendações em termos de políticas públicas e outras, relacionadas às condutas empresariais.

Para tanto, são identificados e comparados os métodos padronizados que se empregam para fornecer informação e as regulações existentes em países industrializados e o efeito que estas têm no comportamento de seus investidores. Ademais, são comparadas as regulações existentes nos países da América Latina, receptores de fluxos de capitais, e a maneira como esses fluxos afetam os fluxos de investimentos estrangeiros na região.

Com efeito, os artigos incluídos nesta obra analisam o contexto histórico, mudanças recentes e os principais obstáculos para o aperfeiçoamento dos princípios e aplicações da GC às especificidades da região latino-americana.

O livro consta de oito capítulos, incluindo a introdução, e mais as conclusões ao final. Os sete capítulos que seguem a introdução analisam os princípios, aplicações e conseqüências da GC, tanto por meio de uma perspectiva conceitual, como de uma ótica de estudos de casos em países desenvolvidos (da OCDE) e países selecionados da América Latina. Um aspecto central desses capítulos é a relação entre GC e desenvolvimento financeiro e, de maneira específica, o desenvolvimento do MC.

O **capítulo 2** (Germano Mendes de Paula) tem caráter teórico, cujo objetivo é apresentar alguns termos importantes para a compreensão do tema da GC. Para tanto, são resgatados distintos conceitos de governança corporativa e é organizada a literatura sobre o tema a partir de três dimensões relacionadas entre si: estruturas de capital e de propriedade, práticas e políticas públicas. As acepções da GC compreendem facetas que são distintas, mas que não deixam de ser complementares, segundo o autor. Trata-se de contemplar aGC como uma garantia de direitos, como um sistema de princípios corporativos normativos, como um sistema de princípios de proteção ao investidor; ou como um conjunto de princípios e incentivos que buscam coordenar a conduta do principal, que seria o investidor, com a conduta do agente, que seria o administrador profissional não investidor (problema agente-principal). Assim, a GC versa sobre como os provedores de capital disciplinam os gestores para que atuem em seu interesse e, desta maneira, assegurem sua rentabilidade, de forma a mitigar a possibilidade de uma conduta oportunista dos gestores. Sobre a estrutura de propriedade, a preocupação básica é a análise do grau de dispersão versus concentração da propriedade das ações. Bases acionárias mais diluídas tendem a ser combinadas com uma separação mais clara entre propriedade e gestão. No que toca às práticas, destacam-se três aspectos: a composição, atuação e processos do conselho de administração; códigos voluntários de boas práticas de GC; e transparência e integridade da informação. Finalmente, as políticas públicas devem se centrar no aparato legal relativo à proteção dos acionistas minoritários e dos credores, por meio de um papel fiscalizador do Estado sobre a conduta das empresas, principalmente por órgãos encarregados da fiscalização do mercado de capitais. Não obstante os benefícios trazidos pela GC, apontados neste capítulo, De Paula advoga que

não existe um *menu* único de incentivos que sirvam para todos os países, principalmente porque se observa uma grande diversidade entre eles quanto às tradições jurídicas, desempenho do Poder Judicial, tamanho das companhias, situação atual do mercado de capitais, e agenda política. Portanto, a GC não pode ser entendida como uma panaceia.

O **capítulo 3** (Florencio López-de-Silanes) examina a governabilidade corporativa e os mercados financeiros na OCDE e na América Latina, enfatizando as lições que se pode extrair da crise financeira global para fortalecer o papel da GC. O capítulo define o problema central que aborda o tema como o da expropriação de investidores estrangeiros e como restringir esta expropriação para facilitar o acesso ao financiamento externo. A implicação mais importante é que o contexto atual, de crise, requer uma maior intervenção governamental, sobretudo na esfera financeira. A despeito disso, a crise atual representa uma oportunidade de desenhar um tipo de intervenção governamental que seja complementar aos mecanismos de alocação de recursos por parte do mercado. Neste sentido, aponta-se que existem cada vez mais provas de que a legislação é importante para o desenvolvimento dos mercados de capitais. Ademais, as evidências empíricas dos países da OCDE e da América Latina sustentam a ideia de que as leis e o bom exercício da lei são elementos chaves para o crescimento dos mercados financeiros. Todavia, ao contrário do que ocorre na OCDE, a América Latina oferece um marco legal de proteção pouco atrativo ao investidor e isto explica a natureza e característica dos mercados financeiros nestes países. Assim, López-de-Silanes propõe reformas no sistema de GC na América Latina, tendo em vista as características particulares da região e a necessidade de incluir nesta reforma mecanismos de facilitação ao cumprimento da lei, melhorando a transparência em áreas com conflitos de interesses, o que não pode ser formulado sem que haja um consenso e acordo entre os agentes econômicos.

O **capítulo quatro** (Georgina Núñez e Helvia Velloso) tem como objetivo a análise do papel da GC na recuperação e desenvolvimento dos mercados de capitais nos Estados Unidos. Para tanto, fragmenta as diversas causas da crise financeira, destacando as limitações e insuficiências das práticas de GC naquele país. As autoras descrevem os principais eventos que marcaram a crise financeira de 2008, assim como a sequência de respostas dadas pelas diversas entidades regulatórias americanas. O capítulo identifica três prioridades para restaurar o funcionamento dos mercados financeiros de maneira que respondam às necessidades da economia real. Em primeiro lugar, reformar os mecanismos de liquidez, tal como o regime contábil conhecido como *market-to-market*, que prioriza a atividade financeira de curto prazo com maior benefício, mas com maior risco; e, também, trocar a orientação das estratégias empresariais para incluir políticas específicas sobre a composição dos ativos e passivos, especialmente em relação ao vencimento, diversidade e estabilidade das fontes de financiamento. Em segundo lugar, melhorar a transparência do sistema financeiro, que inclui: incrementar a transparência em relação à exposição e gestão do risco, melhorar a transparência em relação ao uso de novos produtos financeiros, reduzir a assimetria de informações e melhorar a comunicação entre tomadores e administradores de riscos. Finalmente, argumenta-se que é necessário assegurar-se que as empresas sigam as regras estabelecidas pela administração de risco, o que permitiria prevenir a arbitragem regulatória e fechar as brechas regulatórias que possam provocar falhas sistêmicas. Isto significa regular as empresas por função ao invés de regular por instituição. O artigo finaliza destacando a necessidade de se repensar o papel do Estado e dos mercados na construção de economias e sociedades mais equilibradas. No cenário pós crise, as autoras esperam que o binômio Estado-mercado logre um balanço que permita, por um lado, criar incentivos que promovam uma cultura inovadora e empreendedora baseada em regras mais transparentes; e por outro lado, um setor privado que adote um rol de medidas competitivas, mas socialmente responsáveis.

O **capítulo cinco** (Germano Mendes de Paula) analisa os mercados de capitais e a governança corporativa no Brasil. Após um período de bonança (entre 2004 e 2007), os

preços no MC têm sofrido fortes quedas, as ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) desapareceram e os investidores internacionais reduziram suas posições. Neste contexto, o artigo tem como objetivo analisar as mudanças recentes ocorridas no mercado brasileiro de capitais (MBC) e no padrão brasileiro de governança corporativa (PBGC). O intuito é assinalar os avanços, ressaltar os problemas não superados e listar recomendações tanto de políticas públicas como de condutas empresariais. É apontado que o MBC tem evidenciado melhoras devido a: uma boa capitalização bursátil; um volume transacionado baixo, mas crescente; um número reduzido de emissões primárias no ano mais recente (2008); um aumento no número de companhias abertas; um elevado grau de concentração em poucas ações; e por serem mercados pouco líquidos. Contribuíram para este quadro o contexto internacional favorável, as baixas taxas de juros aplicadas em países centrais e a melhora dos fundamentos econômicos brasileiros. De acordo com o autor, as recomendações para fortalecer a GC e o MC no Brasil incluem, entre outras, a necessidade de maior transparência e rendimento das contas e que todas as empresas listadas no Novo Mercado (NM) devem ser obrigadas a constituir conselho fiscal, com participação predominante de representantes de acionistas minoritários. Ademais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) deveria revisar seu Código de Boas Práticas de Governança Corporativa e torná-lo obrigatório, com base no princípio “cumprir ou explicar”.

O **capítulo seis** (Álvaro Clarke) examina o caso dos governos corporativos no Chile. O caso Chispas (nome genérico dado ao conjunto de sociedades que, em conjunto, possuíam 29% da propriedade da *holding* Enersis) constitui o ponto de partida do governo quando decidiu empreender uma vasta reforma no âmbito da GC. O objetivo era recuperar e acrescentar a confiança dos investidores e potencializar o desenvolvimento do mercado de capitais, por meio de três pilares: princípios de uma boa GC para forte debate social; destaque ao papel dos investidores institucionais (sobretudo, as administradoras de fundos de pensão); materialização de uma reforma extensa e significativa. O capítulo sustenta que a ausência de uma regulação eficiente ou de boas práticas corporativas pode destruir o valor para os acionistas, empregados executivos e para o conjunto da sociedade. Por conseguinte, são essenciais uma regulação eficiente e fiscalização para manter a integridade do mercado, maximizar o valor das empresas e manter a confiança em um ambiente global. O mesmo se aplica aos mecanismos de controle interno das empresas, o que, por sua vez, implica uma mudança cultural nos modos de operação do sistema judicial e dos grupos controladores, permitindo assim, colocar em evidência uma maior transparência e credibilidade institucional.

O **capítulo sete** (Carlos Pombo e Luis Gutiérrez) apresenta um estudo do mercado de capitais e governança na Colômbia. Um dos principais componentes da reforma do mercado de capitais neste país é a nova Lei do Mercado de Valores, promulgada em 2005, cujo propósito era flexibilizar as eleições do Conselho Acionista para diminuir a capacidade dos proprietários de aproveitar a situação. Quanto aos códigos de boas práticas de governança corporativa, o capítulo assinala que na Colômbia a antiga Superintendência de Valores tornou obrigatório para os emissores de valores adotarem em seus estatutos códigos de boas práticas de governança corporativa casos os seus títulos de renda fixa ou variável fossem adquiridos por fundos de pensão privados. Assim, este capítulo aponta a importância do desenvolvimento e implementação dos códigos de boas práticas, que geram um melhor estado de GC por parte das empresas, como parte fundamental de qualquer política financeira que busque um aprofundamento dos mercados de capitais. No final, algumas recomendações pontuais são assim sistematizadas: simplificação do regime tributário; homologação dos impostos sobre pagamentos de lucros e dividendos ocasionais; mudança na regulação sobre os portfólios dos fundos de pensão; e, estruturação de projetos de investimento, que envolvam fundos de capital privados e financiamento por meio do mercado primário de dívidas.

O **capítulo oito** (Héctor Viscencio) apresenta o caso de governança corporativa do México. Este País realizou um grande esforço de modernização do marco legal de GC entre 2001 e 2007. Em 2001 aumentou a proteção dos acionistas minoritários. Em 2007, a reforma da Lei de Mercado de Valores (LMV) implementou três tipos de sociedades anônimas, dando opções legais com vistas a formar-se um padrão que conceda mais direitos aos acionistas. Esta reforma converteu o incentivo voluntário em incentivo legal, já que na última revisão da LMV se incorporaram várias recomendações feitas pelo Código de Melhores Práticas Corporativas do México (CMPC), originalmente publicado em 1999 e revisado em 2006, particularmente àquelas relacionadas ao número e características dos conselheiros independentes e os deveres de diligência e lealdade. Este capítulo apresenta conclusões elaboradas a partir de duas dimensões da GC: as políticas públicas e a conduta empresarial (práticas de governança e estrutura patrimonial). Às empresas públicas não financeiras se recomenda cumprir com as recomendações em matéria de GC, incluídas na LMV e no CMPC. As empresas privadas em geral podem se beneficiar da incorporação de melhores práticas em suas organizações. Finalmente, às instituições financeiras públicas e privadas, o autor recomenda a adesão voluntária aos princípios de GC recomendados pela OCDE.

Em um contexto de instabilidade econômica e incertezas, durante a crise, não surpreende o fato de que o valor de capitalização das companhias listadas nas bolsas de valores do mundo tenha retrocedido substancialmente. Sob este cenário turbulento, este livro elaborou, assim, um diagnóstico da situação da GC e do desenvolvimento do MC em quatro países da América Latina, complementando com uma análise que contrasta a situação da região nestes temas com a dos países industrializados membros da OCDE.

A última apresenta as conclusões elaboradas a partir de distintas análises realizadas nos oito capítulos e a partir de três dimensões da GC: estruturas de propriedade, práticas e políticas públicas; as quais se encontram intimamente relacionadas, algumas mais associadas a políticas públicas, e outras às condutas empresariais (estrutura de propriedade e práticas).

Com relação às políticas públicas deve-se destacar que os mercados de capitais na América Latina não têm cumprido papel predominante na influência de recursos para investimentos intensivos em capital e de prazos de maturação longos. Vários são os fatores que têm contribuído para esta situação: a) a alta instabilidade econômica, b) elevadas taxas de juros, que incentivam os investimentos em renda fixa em detrimento dos de renda variável, c) a taxa de câmbio administrada, que se traduz em maiores riscos para os investidores estrangeiros, d) um MC pouco profundo, com pouca liquidez e cuja capitalização está concentrada em poucas ações, e) um marco regulatório fraco no que tange à proteção do investidor minoritário. Destaca-se que houveram mudanças institucionais relevantes para potencializar os mercados de capitais na atual década, incluindo o aumento da confiança dos investidores e melhoras nas condições de financiamento. Não obstante, as reformas têm sido parciais e não têm trazido uma mudança significativa nos marcos legais de GC na região. Conclui-se, então, que modificações adicionais, para diminuir a deficiência relativa do marco regulatório de proteção dos interesses dos acionistas minoritários na região, são necessárias.

Quanto à conduta empresarial, são destacados avanços feitos em algumas áreas como os códigos de boas práticas e participação de conselheiros independentes nos conselhos de administração. Contudo, se argumenta que os países da região têm poucas regulações para melhorar a transparência em termos de contratos relevantes e das transações comerciais e financeiras. Por último, se destaca que na América Latina predomina uma estrutura patrimonial concentrada.

As conclusões apresentam, ainda, um quadro de recomendações de políticas comparadas; com cada país estudado (Brasil, Chile, Colômbia e México), o tipo de recomendação (auto-regulatória, regulatória, voluntária, operacional ou legal), os destinatários

(congresso, empresas, bolsas de valores, instituições financeiras ou sistema judicial), e recomendações pontuais.

Em suma, trata-se de uma obra que permite de fato um avanço na comparação de padrões de comportamento, e na identificação de mecanismos regulatórios e institucionais que possibilitem melhoras nas práticas de governança corporativa e no desenvolvimento e qualidade dos mercados de capitais.

Recebido em 01.06.2011

Aprovado em 01.07.2011