

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE FILOSOFIA E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS SOCIAIS**

MARIA CLARA PETRELLI FARIA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: REPERCUSSÃO
DA CRISE ECONÔMICA FINANCEIRA INTERNACIONAL NO
SEU DEBATE E NAS SUAS PRÁTICAS**

**Florianópolis
2015**

MARIA CLARA PETRELLI FÁRIA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: REPERCUSSÃO
DA CRISE ECONÔMICA FINANCEIRA INTERNACIONAL NO
SEU DEBATE E NAS SUAS PRÁTICAS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de
Ciências Sociais do Centro de
Filosofia e Humanas (CFH) da
Universidade Federal de Santa
Catarina (UFSC) como requisito
para obtenção do título de
Graduação em Ciências Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Ary Cesar
Minella

**Florianópolis
2015**

Folha de aprovação

AGRADECIMENTOS

A Deus na pessoa Bendita de Seu Filho Jesus, Fiel amigo e companheiro de todas as horas.

A todas as pessoas que participaram deste trabalho com o seu apoio, incentivo, crítica, e orientação.

Ofereço a vocês o meu sincero e singelo agradecimento!

Em especial ao meu marido Guido José e filho Emanuel Elim, meu principal incentivador.

Desejo a todos vocês, que de alguma forma contribuíram em alguma etapa deste processo, a mesma alegria que sinto em poder vê-lo concluído.

RESUMO

O trabalho investiga como a Crise Econômica Financeira Global no período 2008-2014 repercutiu no debate e nas práticas de Governança Corporativa no Brasil. O sistema econômico vigente tem seu apoio ou sua estabilidade centrada na “criação de valor”, ou seja, está fundamentado sobre o “lucro”, que através das práticas de G.C busca reforçar sua viabilidade de continuidade e permanência visando ampliar suas expectativas. Ao analisamos fatores de instabilidade no sistema, como uma Crise de proporções globais, nos interessamos por identificar através dos debates em torno deste assunto, alguns aspectos, que possam nos demonstrar a repercussão da mesma nas práticas de governança. A pesquisa delimita sua análise em alguns atores sociais considerados aptos a fornecer respostas sobre esta relação Governança-Crise em âmbito nacional, a CVM e o IBGC. Os procedimentos metodológicos incluem a revisão bibliográfica e análise documental (produção acadêmica, documentos oficiais, e manifestações na mídia especializada). Verificamos através da análise destes documentos, um aumento gradativo no interesse de regulação de práticas realizadas no mercado de capitais, com objetivo de prover as partes envolvidas, maior segurança, fiscalização, proteção e especialmente transparência nas negociações. Sabendo-se que o estopim da crise foi atribuído ao exercício de práticas opostas, percebemos a possibilidade de que o aumento no interesse de regulação, seja representativo da repercussão da crise nas práticas de governança, já que estas estão condicionadas a adequarem-se as normas. Além disso também pudemos observar, no debate, o conflito polarizado de interesses, entre os que defendem o acirramento das regulações, e os que se esforçam por ampliar o espaço de atuação de suas práticas, pretendendo equipará-las ao modelo de governança corporativa internacional, o mesmo que não pode evitar os riscos de uma crise.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Crise Econômica Financeira; Repercussão; Debate.

ABSTRACT

The work investigates how the Global Financial Economic Crisis in the period 2008-2014 reflected in the debates and corporate governance practices in Brazil. The current economic system has their support or stability centered on "creating value", is based on the "profit", which through corporate governance practices seeks to strengthen its viability of continuity and permanence. Seeking to enlarge their expectations. To analyze factors of instability in the system, as a crisis of global proportions, we care by identifying through the debates around this issue, some aspects that can show us the impact of this on governance practices. The survey defines their analysis in some social actors considered able to provide answers on this Governance Crisis-relationship at the national level, the CVM and IBGC. The methodological procedures include a literature review and documentary analysis (academic research, official documents, and demonstrations in specialized media). We verified through the analysis of these documents, a gradual increase in the interest of regulatory practices carried out in the capital markets, in order to provide the parties involved, greater security, surveillance, protection, and especially transparency in the negotiations. Knowing that the trigger of the crisis was assigned to the opposing practical exercises, we realized the possibility that the increase in the interest of regulation, is representative of the impact of the crisis on governance practices, as these are conditioned to conform to the standards. In addition we also note in the debate, the polarized conflict of interest between those who defend the intensification of regulations, and those who strive to expand the work space of their practices, intending to equip them to international corporate governance model, the same can not avoid the risk of a crisis.

Keywords: Corporate Governance; Financial Economic Crisis; Repercussion; Debate.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?	19
2.1 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	30
3 A CRISE E A GOVERNANÇA CORPORATIVA	35
3.1 CARACTERÍSTICAS DA CRISE DE 2008	37
3.2 CRISE E G.C. NO BRASIL.....	41
4 REPERCUSSÃO DA CRISE NO DEBATE E NAS PRÁTICAS DE G.C. NO BRASIL	45
4.1 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	46
4.2 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	61
5 CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS	73

1 INTRODUÇÃO

Em um mundo contemporâneo no qual o caos nos parece eminente, quando nos deparamos com problemas sociais com contingentes crescente, como violência e criminalidade urbanas, degradação do meio ambiente e suas consequências, infundável corrupção política, epidemias, fomes em tanto lugares, guerras, preconceitos de tantas formas, desigualdades sociais, desemprego, e tantos outros fatos, que podemos a princípio, nos questionar enquanto cientistas sociais, sobre a importância de tratarmos de temas que abordem questões específicas do campo da administração e economia, como neste caso a Governança Corporativa.

Mas se pensarmos que vivemos em um globo terrestre onde a crise se manifesta de variadas formas, inclusive no âmbito financeiro, e que determinadas situações envolvem questões políticas que repercutem em nossa vida como cidadãos, talvez possamos deixar de ser meros espectadores, nos faça mais sentido, e se torne mais interessante e necessário este tipo de análise, sobre as relações entre o Sistema Financeiro, ora instituído socialmente, e a nossa própria vida cotidiana.

Quando falamos de economia, em seu significado mais corriqueiro, na origem da palavra em grego *oikos* (casa) e *nomos* (costume, lei ou regra), começamos a entender que ao falarmos de economia estamos tratando de um assunto que nos é bem peculiar, ou seja, a “organização de nossa própria casa,” ou espaço em que vivemos e nos relacionamos.

Se juntarmos este entendimento ao conceito mais básico sobre atividade econômica como produção, distribuição, e consumo de bens e serviços, vislumbramos um campo de conhecimento importantíssimo, que pode nos fazer desvendar saberes que remetem as formas de administração, e de governo, de algo que dependemos para viver, e interfere direta ou indiretamente, no salário que recebemos, na comida que iremos colocar a mesa, no meio de transporte que poderemos usar, naquilo que poderemos ou não adquirir com o ganho de nosso dinheiro.

Assim como a economia serve como um tipo de regulação das relações que permeiam a produção, distribuição, e consumo de bens e serviço, podemos dizer que de certo modo a Governança Corporativa pretende, semelhante à explicação sobre o significado de economia que citamos acima, organizar as relações sociopolíticas e financeiras pertinentes ao Sistema Capitalista.

Dentro deste contexto a GC tem tomado espaço em debates no âmbito financeiro de forma mais abrangente desde os anos 1980 segundo

Alexandre de Miceli da Silveira (2010), e ao realizarmos nossa pesquisa verificamos que a maioria das literaturas se concentram no campo da economia e da administração embora tenhamos encontrado algumas análises sociológicas como Roberto Grün (2005) que abordam o tema.

A questão da divisão entre propriedade e gestão, e o jogo de interesses que envolvem esta relação, tem despertado o debate a respeito destas práticas e de sua instrumentalização, no que concerne ao controle e transparência que pode fornecer à tomada de decisões no âmbito da alta gestão, visando a minimização dos riscos e maximização do lucro.

Atualmente, a instituição da GC nas empresas com participação no mercado financeiro tem se tornado sinônimo de credibilidade e confiança para o público interessado bem como para as agências de auditoria e de análise de riscos, em função de uma projeção de maior transparências e segurança quanto aos investimentos feitos.

Essas práticas de GC podem ser instituídas a partir de determinados modelos, entre os quais, se destacam fundamentalmente os modelos *shareholders* e *o stakeholders*, que se diferenciam de acordo com os objetivos visados pela empresa.

Segundo Silveira (2010), o primeiro com foco na maximização da riqueza dos acionistas, e o segundo, com múltiplos objetivos e centralidade na satisfação do público de interesse (todos aqueles envolvidos no processo comercial da empresa) inclusive os trabalhadores.

O modelo *shareholders*, que visa a maximização dos lucros e consequente valor acionário das empresas, é o mais difundido em todo mundo, porém, as práticas que dele se originam, são indicadas por alguns autores como as possíveis causas de desencadeamento da Crise Financeira Global, “através de um comportamento antiético nas questões de agência, remuneração dos diretores, contabilidade criativa, transferência de risco, e principalmente a ganancia excessiva e a avidez pelo lucro, que seriam sua causa raiz.” (YAHAMPATH; JOSEPH, 2011).

O Sistema Capitalista, no qual estamos todos inseridos, e até a data presente não pudemos nos desvencilhar, tem o seu fundamento pautado nestas práticas, de tal maneira “que a grande maioria dos economistas quando questionados sobre a função-objetivo da corporação, responderia de forma direta: “que os executivos devem ter como objetivo único maximizar a riqueza dos acionistas que o contratam” (SILVEIRA, 2010, p. 64).

Portanto, pretendemos através deste trabalho, obter algumas respostas que possam ser esclarecedoras a respeito da Governança Corporativa em sua relação com a Crise Econômica Financeira iniciada

em 2008, e mais especificamente, com as suas possíveis repercussões nas práticas de CG no Brasil até a data presente.

Para tanto, efetuamos uma pesquisa no período de conclusão do curso de Ciências Sociais, junto ao NESFI (Núcleo de Estudos Sociopolíticos do Sistema Financeiro) pela orientação do Professor Doutor Ary Cesar Minella, com o objetivo de analisar o debate a respeito do tema, sob uma perspectiva acadêmica, como também a partir da análise de alguns documentos encontrados em nossa investigação, identificar indícios de repercussão da crise e mudança destas práticas no Brasil, por meio dos principais interessados o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Tanto o IBGC como a CVM são instituições norteadoras às boas práticas de GC em nosso país, agindo por meio de recomendações, orientações, e normas, que fornecem suporte às Companhias Corporativas para planejamento de uma gestão que atue no mercado de capitais de maneira íntegra, uniforme, transparente.

Os documentos publicados por estas, estão em forma de Instruções, Cartas de Orientações, Cartas Diretrizes, Audiências Públicas, e Códigos, que nos servem de material para investigação e análise das alterações ocorridas, e que possam ter repercutido nas práticas de CG em âmbito nacional em todo o período relacionado a Crise.

2 O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?

Pretendemos falar neste capítulo a respeito de algumas conceituações que definem as práticas de GC, conferindo as tais, características específicas e diferenciações estruturais a partir da nacionalidade que as insere, das políticas de Estado que as submete, e dos efeitos da globalização que as afetam.

Para tanto, torna-se importante compreendermos que esta configuração de estrutura de propriedade das empresas, como temos hoje, permeando a separação entre propriedade e gestão, vem sendo delineada desde o século XIX quando o crescimento e diversificação das empresas exigiu maior profissionalização e especialização, dando origem a formação de administradores especialistas, o que contribuiu para alavancar o próprio capitalismo (McCRAW, 1998 apud BELLINGIERI, 2012. p. 32)

Os estudos de Berle e Means revelam como o desenvolvimento das empresas americanas contribuíram para formação de um sistema disperso de propriedade, que requer maior atenção de seus proprietários quanto a forma de controle mais adequada para suas atividades, o que desencadeia muitos conflitos entre administradores e acionistas, despertando assim não só o interesse investigativo dos estudiosos, como também a necessidade de elaboração de um conjunto de procedimentos denominados “melhores práticas de governança”. (BERLE; MEANS, 1932 apud SAITO; SILVEIRA, 2008).¹

A constatação de necessidade de construção de um tipo de estrutura de propriedade fundamentada em práticas de governança, confere aporte para dar maior visibilidade a superação de conflitos de interesses entre propriedade e gestão, com o intuito de estabelecer um tipo de regulamentação de procedimentos de alta gestão mais homogêneo.

¹ O próprio trabalho de Berle e Means (1932), considerado por muitos o marco inicial em governança corporativa, teve como objetivo analisar empiricamente a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e discutir os inevitáveis conflitos de interesse que estruturas de propriedade pulverizadas, tais como as encontradas, poderiam acarretar para o desempenho e valor das companhias. Por meio de sua obra *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas grandes corporações (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Nesta perspectiva, algumas definições conceituais básicas às práticas de GC que obtivemos como resultado de relatório de pesquisa realizada em grupo dos integrantes do NESFI (Núcleo de Estudos Sociopolíticos do Sistema Financeiro) em 2011, podem ser esclarecedoras, quanto ao jogo de interesses que as representa, e consequentemente ao debate que isto pode gerar.

“A Governança Corporativa trata das maneiras pelas quais os fornecedores de recursos às corporações se asseguram que irão obter o retorno de seus investimentos.” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737).

O relatório de Cadbury, no Reino Unido, qualifica a “governança corporativa como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas.” (THE COMMITTEE, 1992).²

A Governança Corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e controladores) (LA PORTA et al, 2000).

Para o IBCG a Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2015).

Embora tenhamos uma diversidade muito grande na conceituação deste tema, selecionamos aqueles que consideramos os mais concisos em refletir os propósitos pelos quais, a GC se estabelece como prática a ser admitida pelas companhias com participação no mercado financeiro.

² Um comitê foi criado pelo Banco da Inglaterra incumbido de criar um Código de Melhores Práticas de Governança. Os representantes desse comitê seriam da Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados. Rossetti (2011) informa que Adrian Cadbury foi Schweppers, onde elaborou o código de princípios empresariais, foi conselheiro do Banco da Inglaterra, fundou a Pro Ned e publicou o livro *The Company Director*. Cadbury, foi "um coordenador visionário que promoveu energeticamente as recomendações de um relatório submetido a consulta pública." (ROSSETTI, 2011, p. 166 apud SANTOS, 2011).

Os posicionamentos analíticos e minuciosos do IBGC sobre temas polêmicos diretamente ligados a questões de Governança Corporativa, tem a finalidade de aperfeiçoar a prática da boa governança nas empresas, além de contribuir com novos enfoques à sociedade brasileira e influenciar aperfeiçoamentos no arcabouço regulatório e legislativo brasileiro (IBGC, 2015).

Da mesma forma, a Comissão de Valores Mobiliários admiti como missão desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários.

Quanto aos objetivos que permeia, a CVM surgiu com vistas ao desenvolvimento de uma economia fundamentada na livre iniciativa, tendo por princípio básico defender os interesses do investidor, especialmente o acionista minoritário, e o mercado de valores mobiliários em geral, entendido como aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades (CVM, 2015).

Entendemos que neste sentido, estas entidades, tem como objetivo central de seu trabalho a orientação e regulação das práticas que envolvem o mercado financeiro, como a Governança Corporativa, além de procurar alinhá-las em termos de regulação às melhores práticas internacionais (CVM, 2015).

Como a maioria dos autores que temos lido, remetem o princípio da Crise à “falhas estruturais do Sistema Capitalista”, é importante compreendermos, antes de qualquer conjectura, como este está constituído, e como as práticas por ele desenvolvidas estão fundamentadas. (LISBOA, 2010, p. 6).

Neste sentido, não podemos desvencilhar as práticas da estrutura, desta forma, que faz-se necessário saber como as companhias estão configuradas dentro deste sistema, de maneira que, torna-se imprescindível conhecermos como geralmente se compõe e são orientadas.

A estrutura de propriedade de uma empresa de capital aberto pode ser constituída da seguinte forma: dependendo da função objetivo da empresa, e se o modelo de gestão está bem definido pela Governança Corporativa. Trazendo isto para o contexto a separação entre propriedade e gestão, equivale saber, se há maior ou menor concentração acionária.

Esta estrutura geralmente se defini, por acionista/cotistas, Conselho de Administração, Diretoria Executiva, Auditoria Independente e Conselho fiscal (STEINBERG, 2003, p. 18).

Quanto a operacionalização das prática de GC que a permeiam, tomaremos como exemplo o que está descrito em uma Carta de Orientações publicada em 2014 pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa):

De acordo com a definição do *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC, o conselho de administração é o órgão colegiado encarregado do direcionamento estratégico de uma organização, sendo o principal componente do sistema de governança: funciona como elo entre a propriedade (sócios), e a gestão, orientando e supervisionando a atuação e o relacionamento dos gestores com as demais partes interessadas. O conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles. A missão do conselho é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (IBCG, 2014).

No intuito de discorrermos um pouco sobre a atuação do Conselho Administrativo, quanto ao poder de agencia que lhe é conferido na tomada de decisões, apresentamos outra citação desta mesma Carta, que segue abaixo:

Na prática, o Conselho persegue essa missão assumindo responsabilidades, como a discussão, a aprovação e o monitoramento de decisões da diretoria, entre as quais se destacam fusões e aquisições; práticas de governança corporativa; e sistema de controles internos, incluindo políticas e limites de alçada.

O conselho não deve interferir em assuntos operacionais, mas deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, quando julga necessário (IBCG, 2014).

A importância do Conselho de Administração, tanto no sentido gerencial como preventivo e de proteção, pode ser considerada, quando entendemos que através deste espaço as práticas se definem.

O papel fundamental que exerce em toda a dinâmica de negociações de uma companhia, se estabelece pela sua responsabilidade quanto tomada de decisões, através da capacidade em verificar as possibilidades de arbitrariedade, ou inconsequência, na consideração dos riscos contidos em cada negociação.

Segundo esta perspectiva, as práticas exercidas no entorno da alta gestão, dentro do Conselho de Administração, devem ser orientadas por uma boa governança, com o objetivo de promover maior transparência nas ações, facilitando a fiscalização e maior visibilidade à análise de risco quanto aos investimentos propostos.

Para compreendermos um pouco mais do funcionamento do Sistema Capitalista, através das práticas de GC, no capítulo a seguir estaremos abordando a espreito das diversidade de modelos.

2.1 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Ao falarmos de modelos estamos nos referindo a determinadas práticas que influenciam as tomadas de decisões pela gestão dentro das companhias, e que podem repercutir em toda a dinâmica do mercado financeiro em sua circunscrição de alcance, e em casos mais graves, o próprio sistema ou regime que as insere, neste caso o Capitalista.

Por isto, há importância em defini-los a partir de alguns padrões de governança que são constituídos segundo as especificidades de objetivo da alta gestão, levando em consideração a organização ou estrutura de propriedade das grandes companhias listadas em bolsa, como por exemplo sua configuração acionária, se concentrada ou dispersa, como também as características peculiares quanto as estruturas externas, como a própria economia do país de interesse.

A diferença entre modelos, que definem uma configuração acionária dispersa ou concentrada, diz respeito a forma de participação de seus investidores, ou seja: que tipo de controle os acionistas exercem sobre as decisões da empresa? Qual o envolvimento que estabelecem nas operações que são realizadas, mais direta ou distante?

As respostas para estas questões, nos permitem identificar “um diagrama” de controle acionário, bem como um modelo, ou padrão de governança, que determinará não só as práticas que serão admitidas, como também toda a dinâmica do mercado financeiro que as abarca.

Os modelos preponderantes em todo mundo são o Anglo-Saxão, com orientação *shareholders*, e o *stakeholders* mais usado na Europa, especificamente na Alemanha, além destes há também o francês e o japonês que difere dos outros já citados, por suas especificidades.

O modelo *stakeholders* é o que propõe uma visão mais sociológica que abarca o comportamento organizacional e político de interesses de grupos específicos, podendo ser definido como a “formulação e implementação, pelos administradores, de processos que satisfaçam todos os grupos que tenham interesses em jogo na empresa” (SILVEIRA, 2010, p. 66).

Já o modelo configurado no Japão, por exemplo, recebeu influência de ordem histórica, relacionado ao período pós Segunda Guerra Mundial, em um âmbito de reconstrução do país, neste contexto, as empresas foram encaradas como instituições sociais, que poderiam atuar de maneira mais cooperativa, em função disto os funcionários poderiam adquirir empregos vitalícios e ascensão profissional e de salários baseados na idade em detrimento do desempenho dos mesmos (FRANCO, 2015, p. 6).

A orientação *shareholders*, no entanto, se desenvolveu mais precisamente na década 1980, a partir de uma mudança na concepção na governança das corporações, o que priorizou que as empresas passassem a ser gerenciadas segundo os interesses dos mercados financeiros, visto o contexto favorável que se apresentou com o crescimento de investidores institucionais, e o aumento na liquidez das ações facilitando as operações para compra e venda (CLAUMANN, 2015, p. 52-53).

Anteriormente a este período os acionistas exerciam pouca influência sobre o controle da empresa como podemos verificar na descrição abaixo:

A pouca capacidade de influência dos investidores devido a maior fragmentação das instituições financeiras tornava os gerentes pouco sensíveis aos interesses dos acionistas, o que fazia com que os lucros fossem largamente reinvestidos nas empresas em detrimento da distribuição de dividendos. Conforme as concepções de gerência dominantes no período, os interesses dos acionistas não eram desconsiderados, mas conciliados com o de outras partes que integravam a corporação (AGLIETTA; REBÉRIOUX, 2005, p. 2 apud CLAUMANN, 2015, p. 52).

De maneira que, em um momento posterior a este citado acima, um movimento contrário foi instituído às práticas de governança, o que ficou conhecido como movimento do ativismo acionista, conforme citação abaixo:

Trata-se de um movimento levou a mudança da própria concepção de empresa, envolvendo a redefinição de seus objetivos e consequentemente dos beneficiados pelos resultados de sua atividade. Os debates surgidos em torno do que configura a empresa resultaram na institucionalização da governança corporativa, como o reflexo de um novo consenso, caracterizado pelo primado dos acionistas (CLAUMANN, 2015, p. 51).

Neste contexto é que se estabelece o modelo estadunidense *shareholders*, e a primazia dos interesses e objetivos de governança com foco na maximização da riqueza dos acionistas.

De acordo com as mudanças, logo se percebe a necessidade de estabelecer práticas de “boa governança” visto alguns percalços que ocorreram na história, relacionados ao tipo de controle acionário sobre a tomada de decisão de uma companhia, que em certos casos, costumava beneficiar alguns em detrimento de outros, causando diversos tipos de conflitos e muita insatisfação entre os investidores o que proporcionou o movimento pró-governança em 1984, com o exemplo típico do caso da Chevron (SILVEIRA, 2010, p. 143).³

Para a regulamentação destas práticas, fornecidas por modelos, têm sido elaborados diversos documentos denominados “Códigos de boas práticas de governança” que as normatizam (SILVEIRA, 2010, p. 218), um exemplo marcante disto foi o Relatório *Cadbury* em 1992.

Esta concepção de normatização das práticas de governança, bem como de sua própria institucionalização, a partir da década de 80 se estendendo pelos anos 90, tem sido desencadeada e fomentada, em sua maior parte, em função da valorização do mercado de capitais em torno do Estados Unidos e suas bolsas de valores NYSE e NSDAQ-OMX, que

³ Entretanto, mesmo após quase duas décadas do início do movimento pró-governança e de um sistema de forte proteção legal, diversos escândalos empresariais ocorridos no período de 2001 a 2003 com grandes companhias como Enron, Worldcom, Tyco etc. Relançaram dúvidas sobre a qualidade da governança das companhias norte-americanas, abalando a confiança dos investidores. Tais escândalos também expuseram problemas na atuação de outros agentes do mercado, tais como auditores externos, advogados, analistas de ações, banqueiros de investimento etc. (SILVEIRA, 2010, p. 144).

detém o maior número de companhias listadas do mundo, 5.963 (SILVEIRA, 2010, p. 143)⁴.

Apesar da influência que exercem como referência de padrões internacionais de governança para outros países, as práticas exercidas através do modelo *shareholders* tem sido questionadas a partir de escândalos, como o da Enrom, ocorridos no período de 2001 a 2003, após praticamente 20 anos do movimento pró-governança (SILVEIRA, 2010, p. 144).

Embora os modelos sejam erigidos através do tempo, acompanhando a diversificação de configuração de propriedade, a economia de cada país ou bloco econômico, bem como a história do seu desenvolvimento político-financeiro e mercantil, também podemos dizer que são passíveis de orientações por padrões ou códigos externos a peculiaridade da realidade que os abrange.

Neste sentido, a diferenciação de modelos traz a luz o debate sobre governança corporativa, no âmbito de contraposição ao poder de hegemonia de um modelo, sobre as possibilidades apresentadas por outros modelos, que o divergem.

Segundo Silveira (2010), o primeiro com foco na maximização da riqueza dos acionistas, e o segundo, com múltiplos objetivos e centralidade na satisfação do público de interesse (todos aqueles envolvidos no processo comercial da empresa) inclusive os trabalhadores.

Conforme indicado acima, alguns fatores podem alterar as composição dos modelos sobre as práticas de governança corporativa e as variações que os abrangem. No momento iremos nos restringir ao debate principal sobre as práticas *shareholders (Outsider System)* e *stakeholders (Insider System)*

Para tanto, começamos por relacionar abaixo as principais características, ou como se classificam, as duas grandes categorias referentes aos principais modelos, conforme a descrição que encontramos no *site* IBGC na *web*:

OUTSIDER SYSTEM

⁴ Os Estados Unidos possuem o mercado de capitais mais líquido, com maior volume negociado, maior capitalização de mercado e maior número de companhias listadas do mundo (5.963 companhias suas principais bolsas de valores – NYSE e NASDAQ-OMX ao final de 2008) (SILVEIRA, 2010, p. 143).

Sistema de Governança Anglo-Saxão (Estados Unidos e Reino Unido)

- Acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia;
- Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas;
- Papel importante do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas;
- Ativismo e grande porte dos investidores institucionais;
- Mercado com possibilidade real de aquisições hostis do controle;
- Foco na maximização do retorno para os acionistas (orientado para o acionista).

INSIDER SYSTEM

Sistema de Governança da Europa Continental e Japão

- Grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação
- Estrutura de propriedade mais concentrada;
- Papel importante do mercado de dívida e títulos no crescimento e financiamento das empresas;
- Frequente o controle familiar nas grandes companhias, bem como a presença do Estado como acionista relevante;
- Presença de grandes grupos/conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados;
- Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais;
- Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros stakeholders não-financeiros, principalmente funcionários (orientado para as partes interessadas) (IBGC, 2015).

Por “*outsider*” entende-se a atuação do acionista fora do dia-a-dia recebendo apenas informações e dividendos periódicos delas, sem possuir proximidade de relacionamento com a alta gestão das mesmas.

Já a expressão “*insider*”, deve ser entendida como atuação dos acionistas (de maior porte) mais próxima ao dia-a-dia de suas

companhias, em geral através de diretoria executiva ou conselho de administração (SILVEIRA, 2010, p. 168).

Conforme o que nos demonstra Silveira (2010), em uma Tabela sobre as diferenças sobre estes sistemas de acionistas como *insider* e *outsider* e a devida identificação destas práticas com determinadas orientações de modelos *stakeholder* e *shareholders*, não podemos deixar passar despercebido em nossa análise a função-objetivo que exercem:

- Acionistas como outsiders (Estados Unidos e Reino Unido); foco na maximização da riqueza para os acionistas (*shareholder oriented*).
- Acionistas como *insiders* (Europa Continental); Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não financeiros nas decisões empresariais, principalmente funcionários (*stakeholders oriented*) (SILVEIRA, 2010, p. 142-143).

Vivemos em um mundo globalizado, e dentro desta realidade, não é novidade mencionar que os limites outrora impostos foram rompidos de tal maneira, que atualmente qualquer empresa chinesa, por exemplo Xuzhou Construction Machinery Group (XCMG) em Pouso Alegre - MG, pode estabelecer sua Fábrica aqui no Brasil, e investir em ações na Bolsa de Valores em Nova York, ou aonde melhor lhe parecer, ou mais lucrativo se lhe apresentar.

Esta expansão de limites para atuação mercantil/financeira, parece ter influenciado o campo das relações sociais de tal forma, que os limites de estado-nação, com todo seu arcabouço legal, político, econômico, que ditam as regras das práticas financeiras, comerciais em seu próprio país, por muitas vezes se torna passível à influências de modelos externos em detrimento das especificidades de cada realidade, como é o caso do que denominaremos a “*influencia shareholders*”.

Segundo o Grün (1999, p. 122-123) estamos vivenciando uma “guerra cultural”, representada pelos modelos *shareholders* e *stakeholders*, que não são apenas modelos de empresa mas “modelos de mundo”, que nos demonstram que as práticas de negociações financeiras, tem ultrapassado seus limites comerciais e atingido as “relações internas da empresa, como em um mercado”, tomando para si a concepção de eficiência, como valor líquido das ações.

Desta forma, podemos perceber, que não só na constituição de modelos, mas até na própria estruturação dos órgãos competentes, é possível verificar traços do que ficou conhecido como “modelo norte-americano do capitalismo” (SCHERER, 2003, p. 430).

No entanto, à medida que o mercado de capitais e os investidores institucionais ganham destaque como alternativa de financiamento para as empresas vem, aos poucos, adquirindo algumas características do modelo anglo-saxão, como a crescente importância do mercado acionário como fonte de financiamento, o surgimento de algumas empresas com capital disperso e ativismo de acionistas ganhando importância (IBGC, 2015).

Em dado momento histórico, no desenvolvimento das práticas de governança corporativa, o *modelo shareholder* foi considerado como revolucionário na fundamentação das mesmas, a despeito dos objetivos que prioriza, tais como: privilegiar a liquidez dos ativos no sentido de torna-los negociáveis mais rapidamente e obter desenvoltura oportunista para investimento; o que resultou, por algum tempo, no crescimento, valorização, e expansão de algumas empresas conceituadas mundialmente.

Porém, as práticas correspondentes a este modelo, vem sendo questionadas a partir de uma crise de legitimidade, proposta não apenas por alguns percalços do caminho como mencionamos anteriormente, os quais são atribuídos o estopim da Crise Econômica Financeira Internacional em 2008, mas também, sobre o tipo de influência que podem exercer nas relações sociais dentro das empresas, e as repercussões desta advindas.

No entanto, não podemos desconsiderar que a governança corporativa está sustentada em quatro princípios fundamentais, os quais são: transparência (*disclosure*), a integridade ou equidade (*fairness ou equity*), prestação de contas (*accountability*) e o respeito as leis (*compliance*). (Código da Melhores Práticas de Governança – IBCG)

A preocupação da Governança Corporativa é, portanto, criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos administradores esteja sempre alinhado com o melhor interesse da empresa (IBGC, 2015).

Tais princípios, tidos como base para práticas de governança corporativa, independente do modelo que se inserem, são admitidos como referência para as decisões, e defendidos como os responsáveis pela

minimização dos conflitos de agência, assim como diminuir os riscos relacionados a possíveis arbitrariedades nas decisões; possibilitando um tipo de controle mais compartilhado, menos centralizado e obscuro.

É importante levarmos em consideração, que determinadas funções de modelos nos servem como parâmetros de reflexão para pensarmos a respeito de tais práticas, e do debate que as envolve. Não com o intuito de inferirmos qualquer parecer, mas de simplesmente apontarmos para as diferenças e tendências globais no âmbito de governança corporativa, descrevendo e analisando “um quadro” que não seja divergente da realidade que retrata.

No item a seguir estaremos situando as especificidades da GC em solo nacional, o que pode tornar mais claro o assunto sobre a maneira pela qual as práticas se adequam a determinados modelos, conforme as diferenciações estruturais que as envolvem, bem com a influência externa que podem sofrer.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Como pudemos observar, as práticas de governança possuem certas especificidades atribuídas a diferente configuração de estrutura de propriedade das empresas e influência que recebem de determinados modelos, condição econômica do país, e os diferentes níveis de intervenção exercidos pelo Estado na atividade econômica.

Incluindo a ressalva, de que os modelos que mencionamos anteriormente, estão inseridos em países classificados economicamente e denominados como países desenvolvidos, e no caso do Brasil, a classificação é de emergente.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ao discorrer sobre o conceito referente aos principais modelos, em sua página na web, menciona que o modelo de GC nacional, assemelha-se mais a configuração *stakeholders/ insiders system*, no qual observa-se a predominância da propriedade concentrada, papel relevante do mercado de dívida, forte presença de empresas familiares e controladas pelo Estado e mais orientado às partes interessadas (inclusive por disposições legais) (IBGC, 2015).

É interessante pensarmos, nesta proposição sobre a orientação para as partes mais interessadas, ao se tratar de *insider (stakeholders)*, quanto aos significados que podem lhe ser conferidos: no sentido da configuração quanto a função que exerce, e quanto a própria nomenclatura, “lado de dentro”, ou mais fechado, no entanto, abre suas perspectivas para todo público de interesse, inclusive trabalhadores.

Enquanto que o considerado *outsider* (*shareholders*), “lado de fora” ou “aberto”, restringe as suas perspectivas ao interesse majoritário dos acionistas, ocorrendo assim uma inversão entre o que significa e os objetivos que se propõe (conforme pudemos verificar em descrição na p. 12 deste TCC).

Um argumento contra a proposição acima citada, poderia alegar que os termos *insiders* e *outsiders* referem-se prioritariamente ao tipo de controle que a companhia exerce, se mais centralizado corresponde à *insiders*, se disperso à *outsiders*.

No entanto, se considerarmos uma proposição que priorize o interesse mais amplo, que não só o dos acionistas, torna-se possível propor uma reflexão que possibilite abranger outras características concernentes a configuração de estrutura de propriedade, que não só o tipo de controle; visualizando o envolvimento das partes interessadas, como acionistas minoritários, fundos de pensão, e trabalhadores da empresa.

Em outras palavras, poderíamos cogitar o seguinte: ainda que o controle de uma empresa seja de cunho familiar, isto não impede que esteja em pauta, na verificação da tomada de decisão, os interesses dos trabalhadores, dos acionistas minoritários, bem como dos interesses representados pelos fundos de pensão.

Neste sentido, esta perspectiva ao invés de ser relacionada com um tipo de agencia centralizadora, na realidade estaria exercendo um papel descentralizador, no sentido de estar visando outros interesses, que não somente o lucro dos acionistas.

De modo que, a questão principal na denominação *stakeholders* e *shareholders* não estaria focada na forma pela qual o controle se exerce, ou se detém, mas na consideração dos interesses envolvidos para a tomada de cada decisão.

No Brasil, a configuração de estrutura, confere as companhias características de elevada concentração acionária e presença de acionista majoritário bem definida, conforme nos revelam os estudos de Silveira (2010, p. 182).

Porém, mudanças na estrutura acionária das empresas em nosso país nos últimos anos, desde 2005, em função do surgimento de companhias com propriedade mais dispersa, dá origem a dois grandes grupos ou modelos de governança que podem ser denominados, de “tradicional” e “emergentes”, demonstrando de certa forma, a polarização do debate a respeito das perspectivas que admitem (SILVEIRA, 2010, p. 183-185).

A contraposição de modelos de governança, em tradicional e emergente aqui no Brasil, respectivamente, pode ser representativo quanto algumas mudanças que indiquem a tendência de inserção do modelo *shareholders*, conforme analisamos em alguns aspectos, entre os quais, selecionamos o que pode ser mais simbólico quanto a isto, ao se tratar de conceituação sobre a Dimensão da Governança no Conselho de Administração, encontrada em uma Tabela (SILVEIRA, 2010, p. 183-184) com a seguinte descrição:

Dimensão de Governança – Conselho de Administração – Modelo tradicional de Governança: Indefinição de papéis e de limites desempenhados entre conselho, diretoria e acionistas controladores, principalmente em empresas de controle familiar.

Dimensão de Governança – Conselho de Administração – Modelo emergente de Governança: Definição mais clara dos diferentes papéis e limites entre conselho, diretoria e acionistas.

Considerando que o modelo de governança mais usado aqui em nosso país, assemelha-se ao modelo *stakeholders*, segundo definição do IBGC (cuja referencias se encontram p. 11 e 12 deste trabalho) sobre a configuração *insiders system*, contemplando também a função objetivo da empresa e a classificação tradicional de governança aplicada a maioria das empresas Brasileiras (SILVEIRA, 2010, p. 142-143,183).

Podemos observar que em nosso contexto, a GC tem se desenvolvido historicamente dentro de um padrão de gerenciamento, que aborda em suas práticas o interesse de todo o público envolvido com a companhia, segundo modelo *stakeholders* de gestão, o que (socialmente) parece mais apropriado quando pensamos em longevidade e preservação da empresa, de maneira que admitimos a reflexão sobre a relevância de adesão a um modelo emergente.

Ao tomarmos conhecimento de como funciona um pouco “esta engrenagem gerencial”, e nos princípios que a movem, se torna possível uma mudança de foco ao olharmos para os aspectos que definem os modelos, que estão postos, e que cobram daqueles que participam do mercado de capitais uma definição quanto as práticas que exercem, de uma “forma” ou de “outra”.

A proposição que fazemos não contempla a definição da forma pela qual as práticas se exercem, mas sugere um olhar, uma atenção anterior a definição das mesmas, que seria a orientação da pauta ante a tomada de decisão, antes que as práticas venham ser efetivadas e tomem uma forma definida, na consideração dos interesses de todo o público envolvido com a empresa.

Desta maneira, se cria uma perspectiva de reformulação capaz de inverter a definição que gera um debate contínuo: nas mãos de quem está o controle, da propriedade ou da gestão? Para: O quê a representação de cada parte leva em consideração para tomada de decisão?

Ao trazermos “à tona” todas estas questões, só estamos nos esforçando por alterar um pouco o enfoque teórico já existente, que está centrado nas questões organizacional e administrativa de uma companhia; e levá-lo para o âmbito dos fatores que são colocados em pauta, e considerados, ante a tomada de decisão, não importando sob esta proposta, “nas mãos” de quem está o controle, mas de como este é exercido, e de que maneira estão sendo condicionadas as decisões.

Visto que o debate sobre governança, delineia-se exatamente no ponto em que se discute a divisão entre propriedade e gestão, e se questiona o poder de decisão, pela necessidade de um tipo de governança corporativa capaz de atender os padrões internacionais; pode torna-se muito fecundo observar e analisar o estágio em que se encontra o processo de transformação e adaptação o modelo brasileiro, já que nos fornece um exemplo prático da dinâmica do sistema capitalista, e da amplitude de suas práticas. Por isso consideramos oportuno, não só compreender o campo teórico do debate, mas estendê-lo, como também questioná-lo.

Para dar-nos uma visão mais sociológica sobre este assunto, Grün irá nos esclarecer da seguinte forma:

[...] a razão financeira aparece como um denominador comum que fornece um índice mínimo compartilhado das formas de entender e, conseqüentemente, de agir sobre as empresas, mais abstrato, menos sensível aos equilíbrios social preexistentes nas empresas e que cobram reciprocidades. Num outro plano, esse denominador comum parece inevitável se atentarmos a composição heteroclita dos diversos grupos que compraram as empresas privatizadas. Sócios industriais, fundos de pensão e “operadores” que tinham poucas relações anteriores, oriundos de histórias diferentes, colocados diante da necessidade de acordo, têm uma linguagem financeira como padrão comum geralmente aceito, e o “consenso neoliberal” como pano de fundo cultural, restringindo assim o *menu* de alternativas de gestão (GRÜN, 1999, p. 129).

A partir desta visão, a questão principal a ser colocada seria: qual a possibilidade de alternativa na sistematização das práticas de Governança Corporativa atualmente, de forma que estas contemplem os interesses de todos envolvidos com a companhia, dentro de um regime capitalista que pretende torna-las homogêneas em prol de interesses lucrativos?

A partir do contexto deste debate, pretendemos abordar a repercussão da crise financeira econômica mundial, nas práticas de GC no Brasil, levando em consideração, que a delimitação deste “espaço” selecionado, correspondente ao modelo que o abrange, ou que lhe é conferido, sem a preocupação com a probabilidade de variação das práticas entre empresas; nos atendo especificamente à análise sobre a relação da Crise com a adequação modelo Governança Corporativa preponderante em nosso país.

3 A CRISE E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A situação de instabilidade em mercados financeiros ao redor do mundo demonstra um período de recessão inesperada, crise, que aponta para “falhas sistêmicas intrínsecas ao funcionamento das economias monetárias contemporâneas, conforme nos revelam os estudos pós-Keynesianos,” (LISBOA, 2010, p. 6).

A partir desta perspectiva, buscamos identificar indícios da relação entre a crise e a governança corporativa, no que condiz com o desencadeamento da crise e as possíveis falhas em suas práticas, no intuito de verificação de repercussão.

Muitas são as citações a respeito das prováveis causas para a configuração de problemas econômicos financeiros que presenciamos atualmente, tais como: inovações financeiras das últimas décadas, conjunto de medidas de supervisão e regulação de sistema financeiro, estouro da bolha econômica (EUA) e retração do crédito, que podem influenciar o mercado financeiro causando flutuações nos investimento privado, conforme a hipótese de instabilidade financeira defendida por Minski (LISBOA, 2010, p. 26).

Segundo Minski e Keynes, é a contração do investimento privado que determina, na ausência de ações contra cíclicas pelo Estado, a contração do nível de emprego e produção..todos esses fatores revelam uma fragilização financeira, que segundo Minski, resulta em crise (LISBOA, 2010, p. 27).

Situação que observamos não afetar só o funcionamento do sistema econômico monetário, em determinadas economias, visto a dimensão global que pode abranger.

O risco desta forma de regime financeiro, ultrapassa os limites de interesses dos investidores, agentes, acionistas, e atinge, ou pode repercutir no funcionamento da “engrenagem de base”, ou seja, na vida do trabalhador, em toda parte em que o mesmo abranja.

Os estudos de caso revelam que o comportamento antiético, as questões de agencia, a remuneração dos executivos, a contabilidade criativa e a transferência de risco, são alguns dos efeitos globais das práticas denominadas por “função objetivo” da governança, pressupostos sobre os quais baseiam-se os questionamentos das mesmas.

Além disso pode-se argumentar que a causa raiz *GFC (Global Financial Crisis)*, deve-se a ganancia excessiva e a busca sincera da maximização das riquezas (como função objetivo das práticas de governança) (YAHANPATH; JOSEPH, 2011).

Por outro lado, Steinberg em seu livro “A dimensão humana da governança corporativa”, nos mostra um panorama do que tem acontecido com a governança corporativa nas nações desenvolvidas, e dotadas de mecanismos Institucionais mais exigentes, embora esteja voltado ao estudo predominantemente sobre o avanço da GC no Brasil.

Este autor afirma, que ao se tratar de capitalismo brasileiro, as boas práticas contribuem para a aceleração do impulso rumo ao desenvolvimento, já que o que temos hoje ainda é incipiente sob diversos ângulos, mas que sob a perspectiva destas práticas pode se tornar mais moderno e aceitável para todos os agentes interessados e envolvidos.

Deve ser levado em consideração que este livro é anterior a crise de 2008, mas pode ser usado como base para explicação de uma conotação positiva das práticas de governança corporativa no Brasil.

Outro fator relevante ao tratarmos de crise, e de sua repercussão, é o de não nos distrairmos na análise das peculiaridades político-econômica-financeiras de cada país, a configuração de desenvolvimento histórico produtiva, também exerce influencia sobre o impacto da crise na economia, apresentando-se de maneira diferente para países desenvolvidos e emergentes.

Sendo assim, a relação entre crise e as práticas de governança corporativa podem ser alteradas dependendo do modelo utilizado em cada âmbito de alcance, como também da própria configuração econômica em que se insere, adquirindo um certo teor adaptativo em função da realidade que lhe é conferida.

Ao abordar o tema, sob a perspectiva da sociologia das finanças, conforme os estudos de Grün (2005), podemos perceber que situações que envolvem crise, abrem espaço para desdobramento de inovações econômicas e financeiras se consolidarem em forma de determinadas práticas de “boa governança”, como justificativa para lançamento de um “bote salva vidas” antes que se “afunde o navio.”

No entanto, a crise de 2008 confere algumas peculiaridades que serão abordadas no capítulo a seguir, através do qual pretendemos indicar como configura-se a relação de repercussão entre a constatação de crise, e a alteração nas práticas governança.

3.1 CARACTERÍSTICAS DA CRISE DE 2008

O que nos chamou a atenção para a relação entre crise e G.C, diz respeito as contradições apresentadas entre o discurso e a realidade sobre a intervenção do Estado nas políticas econômicas que afetam o poder de livre negociação de natureza neoliberal.

Quando se apresentou a repercussão da crise de 2008 no Brasil, tornou-se possível verificar que classe empresarial dominante se interpôs a sugestão do Governo em tomar algumas medidas econômicas de precaução quanto aos impactos da crise, que no entanto pudessem cercar de alguma forma suas ações.

É sabido, que a postura política neoliberal que instaurou-se após a crise de 1970, prevê o não intervencionismo do Estado em suas práticas de livre comércio, enquanto tudo se transcorre controladamente, porém em situação de agravamento de uma crise a quem irão recorrer?

Para chegarmos a esta resposta, primeiro precisamos compreender as características peculiares da crise de 2008, chamada a “mãe de todas as crises”, a qual nos fornece subsídio para a verificação das contradições entre o “discurso e a realidade” sobre o não intervencionismo do Estado, o que foi muito bem abordado no livro “O enigma do capital e as crises do capitalismo” de David Harvey, o qual tomamos como base para esta análise (HARVEY, 2011, p. 13).

Este autor aborda, que o desejo de não tocar na raiz do problema pode ser equivalente ao interesse na manutenção de desregulamentação do mercado, o que poderia “trazer a superfície” as “impurezas” do problema original.

Aparentemente, “as impurezas” deste regime capitalista que vivenciamos hoje, podem ter tido sua origem na privatização bancária e na maneira que estes atores sociais movimentam as finanças de seus investidores, através da convenção de uma conduta em “privatizar os lucros e socializar os riscos”, e de como isto pode se dar por meio do socorro do Estado para os bancos, “salvar os Bancos e colocar o risco nas pessoas.” (HARVEY, 2011, p. 14,16)

O que ficou conhecido posteriormente como “risco moral sistêmico”, pela única razão que pretende efetuar o salvamento de uma classe abastada, a elite financeira, em detrimento dos interesses de outra, as pessoas comuns trabalhadoras.

Dentro desta perspectiva, cabe ainda muito bem outra descrição; “As crises financeiras servem para racionalizar as irracionalidades do capitalismo”, ou seja, as crises deste sistema vem manifestar um desequilíbrio de classes e de interesses que lhe são inerentes.

A partir da afirmação citada acima, torna-se possível a visualização de um quadro, em que as práticas de GC, utilizadas como mantenedoras deste sistema, repercutem dialeticamente em todo seu funcionamento, de forma que as crises nos servem para repensar tais práticas, e o repensá-las nos remetem ao alcance de repercussão destas crises.

Entretanto, não podemos deixar de pontuar, que algumas características peculiares desta crise estão relacionadas ao formato que se delineou o mundo financeiro após a década de 70, e dos produtos que surgiram e se tornaram atraentes à manipulação daqueles que participam do mercado de capitais, tais como: novos produtos financeiros na década de 80, troca de inadimplência de crédito, derivativos cambiais, troca de taxa de juros, e o aumento de crédito imobiliário; tudo isto acompanhado de desregulamentação em alguns mercados financeiros (LISBOA, 2010, p. 28).

Entre as inovações financeiras que tem surgido, uma denominada “sistema de banco as escuras”, que permeia a negociação entre particulares em mercados não regulamentados que apareceram depois dos anos 1990, desencadearam a falência de empresas como a WorldCom e a Enrom em 2001, que negociavam basicamente instrumentos financeiros chamados derivados (LISBOA, 2010, p. 14).

Porém, estratégias tomadas como eficazes, a princípio, encontraram barreiras quando deparam-se com a falta de mercado causada pela recessão salarial, o que desembocou na criação de uma política de endividamento, seja pelo uso do cartão crédito, securitização, inovações financeiras (LISBOA, 2010, p. 22,24).

Segundo Grün (2005, p. 152) o ponto de encontro bem caracterizado no final dos anos 90, é a discussão da GC, e o conjunto de tecnologias sociais de base financeira, que estariam ou não, produzindo uma homogeneização das estruturas organizacionais produtivas, financeiras, e de relações industriais dos países capitalistas modernos.

É possível cogitarmos a possibilidade, de que por meio da “homogeneização das práticas de governança”, tenha ocorrido o desfecho da crise de 2008, o qual torna patente a relação entre estes, no entanto, o que pretendemos abordar durante a crise, é a repercussão da mesma no debate e nas práticas de G.C aqui no Brasil (LISBOA, 2010, p. 5-6).

Aliado as essas inovações, nas últimas décadas, o conjunto de medidas de supervisão e regulação dos sistemas financeiros, na maioria dos países, baseou-se nas ideias de auto-regulação. Segundo essas ideias, a “mão invisível” do mercado, através

da prática modernas de governança corporativa e de gestão, seria a maneira mais eficiente de evitar episódios que provoquem riscos sistêmicos. Esse princípio que norteou, em grande parte, a revisão dos Acordos de Basiléia, incorporando, na segunda versão (Basiléia II), as notas das agências de *ratings* e os modelos internos de precificação de ativos e de gestão de riscos como critérios alternativos para a classificação dos riscos de crédito e incentivos à utilização de mecanismos de mitigação desses riscos, como os derivativos de crédito (MENDONÇA, 2008 about LISBOA, 2010). Assim, a auto-regulação aliada às inovações foram fatores que contribuíram para que a crise de 2008 se apresentasse. E, quase dois anos após o início da crise internacional, podemos afirmar que o cenário esperado no Brasil não se consolidou, pois a intensidade da crise em nossa economia mostrou-se menor que o esperado.

Para a crise de 2008 o princípio da auto-regulação através da “mão invisível do mercado” não se consolidou, apesar de toda “arquitetura financeira”, o resultado obtido foi contrário ao esperado.

Suas especificidades, devido uma fragilização financeira, apresentam uma intensa dependência existente entre público e o privado, no sentido de que as decisões tomadas pelo segundo, em âmbito financeiro, repercutem no primeiro, obrigando-o a admissão de uma política econômica de ajustes em função de qualquer desequilíbrio.

Todas estas questões que nos parecem intransponíveis, advém de um processo de desenvolvimento de estratégias de expansão capitalistas, através de uma “arquitetura financeira global”, por meio da desregulamentação das finanças desde o fim dos anos 70 além da privatização dos Bancos, e que vem progredindo (LISBOA, 2010, p. 22).

A configuração financeira no mercado de capitais permitiu o manuseio das carteiras de crédito *subprime*, causando a formação do que ficou conhecido com bolha financeira.

O estouro desta bolha e a retração de crédito advinda deste evento, causaram um “efeito dominó” sobre o mercado financeiro promovendo uma insolvência de liquidez, o que desembocou em falência de algumas entidades financeiras, “consideradas, antes, grandes demais para falir” (LISBOA, 2010, p. 25).

Esta situação, considerada como estopim da crise econômica financeira internacional de 2008, bem como seus desdobramentos até a data presente, favorecem a verificação de que na “ausência de regulação e políticas contracíclicas uma bolha financeira, de maneira inevitável, acaba se constituindo” (LISBOA, 2010, p. 25).

A repercussão do ocorrido gerou contração do investimento privado, desestabilizando a economia de diversos países.

Porém, há dois agravantes. O primeiro é que bancos e financeiras com ativos valendo menos que passivos, precisam ser fechados, sofrer intervenção, ou ser vendidos a outras instituições, que, em geral, relutam em fazer essas aquisições se não forem pressionadas pelo governo ou favorecidas. Foi o que aconteceu com *Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddy Mac, Bear Stearns, Merrill Lynch, AIG etc.* A série de bancarrotas, intervenções e vendas sob estresse espalhou a desconfiança e assombro não só no mercado financeiro, mas entre a sociedade em geral, que passou a temer por suas economias (LISBOA, 2010, p. 29).

Os desdobramentos apresentaram-se em forma de desaceleração do desenvolvimento de diversos países tidos como emergentes; em medidas de austeridade nos países desenvolvidos; e em políticas de ajustes fiscais pelos governos ao redor do mundo capitalista. Além da retração do mercado, houve ainda contração da produção e consequentemente do emprego.

Segundo Harvey (2011, p. 18), a possibilidade de sairmos da crise de maneira diferente depende muito do equilíbrio de força de classe, mas de que maneira se a força de trabalho é manipulada pela força do capital? E se em tempos de produtividade crescente, temos presenciado como exemplo, há 30 anos a repressão salarial nos E.U.A?

Ao discorrermos resumidamente sobre este assunto, podemos observar a amplitude de repercussão das relações entre governança corporativa, regulação, sistema financeiro, políticas públicas e Estado.

Desta forma pretendemos dar início a um processo de análise sobre essas relações, no intuito de investigarmos dentro deste campo de debate, de que maneira os resultados produzidos e visibilizados por tais práticas, repercutem em mudança e alterações em caso de instabilidade financeira, ou melhor, Crise.

3.2 CRISE E G.C. NO BRASIL

Segundo Lisboa (2010, p. 31), o impacto da crise aqui no Brasil se deu de maneira diferente a do exterior, pelos seguintes motivos:

No caso brasileiro, não houve crise de insolvência dos Bancos, contudo observou-se uma crise de liquidez, ocasionada pelo empoçamento de liquidez, desaceleração e maior seletividade de oferta de crédito, ou retração do crédito, em função de o custo do dinheiro ter ficado mais caro para os bancos (LISBOA, 2010, p. 33).

Este autor explica que o Brasil não estaria blindado contra a crise financeira internacional, como muitos pensaram, mas a fragilidade demonstrou-se no setor produtivo privado, por meio de “exagerada exposição a instrumentos derivativos de câmbio” (LISBOA, 2010, p. 31).

Outro agravante para a repercussão da crise internacional, em âmbito nacional, indica uma possível incompreensão do Banco Central quanto a gravidade da mesma, atendo-se há apenas um dos aspectos, entendendo que os “efeitos da crise internacional se restringiam a questão da falta de liquidez do setor bancário.”

A política fiscal usada, em tomar medidas de liberação parcial de depósitos compulsórios, no intuito de prover o mercado financeiro com a liquidez mandatária, e manter a normalidade, podem haver contribuído para o empoçamento da mesma (LISBOA, 2010, p. 32).

Porém, como já vimos, instituições bancárias, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro incerto (PAULA, 1999). Particularmente, na aceção de sua estratégia de portfólio se defrontam com o *trade-off* liquidez versus rentabilidade, sendo a liquidez desejada em momento de maior incerteza, em detrimento a rentabilidade – que, por sua vez, é apreciada quando há otimismo, em função da menor incerteza percebida (LISBOA, 2010, p. 32).

Desta forma, podemos compreender, que embora o desdobramento da crise aqui tenha se dado de maneira diferente, há um ponto comum, que seriam as ações no mercado financeiro, que se comportam de maneira inversa, ou contrária, ao princípio para ao qual foram determinadas.

Quando falamos de ações, não estamos referindo aos papéis de investimento, mas às decisões que são tomadas pela alta gestão, e o resultado das mesmas no mercado financeiro. Pois a partir desta

observação é que podemos constatar esta relação de repercussão, que nos permite desenvolver a pesquisa.

No caso Brasileiro, ainda que tenhamos um modelo de governança não tão bem definido, como já vimos em capítulo anterior, temos instituições como a CVM e a IBCG que fornecem parâmetros de regulação para toda ação no mercado financeiro.

O que queremos colocar, é que apesar de todo um arcabouço instrumentário para tais práticas, quando estas não funcionam, e a crise se intensifica, o Estado deve entrar com recurso, “medidas contracíclicas” para manter a normalidade do sistema.

E não foi diferente em nosso caso, neste sentido, conforme podemos verificar na citação abaixo e também na prática:

Numa conjuntura de desaceleração cíclica do nível de atividade econômica é papel da autoridade monetária garantir a menor queda possível do nível de produção e de emprego. Quando a crise de confiança intimida os planos de investimentos das empresas, a política fiscal deve ajudar a política monetária por meio da ampliação dos gastos públicos, sobretudo com investimentos em infraestrutura. Dessa forma, segundo o receituário pós-keynesiano, a adoção de uma política monetária expansionista, com redução significativa da taxa de juros, em conjunto com uma política fiscal expansionista são medidas que devem ser adotadas. Poderá haver algum avanço da dívida líquida do setor público, o qual é o preço a ser pago pelo uso da política anticíclica para retificar as falhas de mercado em grande escala geradas, eventualmente, pela dinâmica endógena das economias capitalistas (LISBOA, 2010, p. 34).

Na prática, podemos observar que atualmente, após 7 anos do desfecho da crise econômica financeira internacional em 2008, a instauração de uma política de ajuste fiscal pelo Governo, a ampliação dos gastos públicos em investimentos de infraestrutura, e a constatação real da dependência existente, entre público e privado, conforme citado acima.

Para explicar de maneira simples: este tipo de procedimento do Estado irá favorecer o interesse privado, por meio de concessão oferecida à alguns investidores dispostos à movimentarem seus recursos em solo

brasileiro, de maneira a aquecer o setor produtivo, contribuindo assim para a retomada do desenvolvimento.

Através do próximo capítulo, analisamos como a CVM e o IBCG, reagiram aos efeitos da crise, pelo registro de alterações na regulamentação dos instrumentos, e novas orientações, verificando os principais pontos encontrados neste debate.

4 REPERCUSSÃO DA CRISE NO DEBATE E NAS PRÁTICAS DE G.C. NO BRASIL

Neste capítulo pretendemos discorrer a respeito deste debate por meio da análise de documentos da CVM e IBGC, que possam nos fornecer dados empíricos, e indicativos de repercussão na crise nas práticas de G.C no Brasil.

Para tanto, selecionamos dentro da pesquisa que realizamos, o material cujo teor consideramos específico, ao período e ao tema que nos propomos trabalhar.

No caso da CVM, buscamos identificar nos documentos, que são instrumentos de regulação das práticas de GC aqui no Brasil, alterações nas normas dentro do período de crise, 2008 à 2014, observando no entanto, possíveis referências a outros períodos de crise, bem como a demonstração da relação de repercussão entre este fato e as possíveis alterações.

De que forma poderíamos identificar esta relação através da observação e análise destes documentos?

Partimos da proposição de reconhecimento de alguns problemas que ocasionaram o desfecho da crise, e tomamos como objetivo identificar através das alterações destas normas, ou orientações, indícios de reparação às práticas de GC, que foram tomadas como “falhas”, ou como “culpadas” pela crise.

Analisamos fatores tais como: medidas de proteção, segurança, transparências, fiscalização, alteradas nestas normas, responsáveis por orientar e limitar as decisões que são tomadas no mercado financeiro, através da alta gestão por meio das práticas de governança corporativa.

No entanto, procuramos não restringir a análise quanto as alterações normativas impostas pela CVM, mas procuramos observar também alguns pontos do debate sobre a evolução das práticas no período de crise, buscando identificar tanto as conotações positivas, bem como as negativas a este respeito, por meio dos documentos do IBCG e da produção acadêmica a que tivemos acesso.

O IBCG atua como instituição que promove a governança corporativa no Brasil, fornecendo orientações às práticas, estabelecendo um determinado tipo de modelo, para que as corporações possam definir os limites e possibilidades para suas ações dentro do mercado financeiro.

Já o meio acadêmico, produz tanto o conhecimento crítico, como também positivo sobre este assunto, dependendo do campo na qual a abordagem foi geminada.

Para tanto, pretendemos delimitar a análise dentro de “um quadro”

que nos remeta a relação de repercussão da crise nas práticas, através do debate encontrado no escopo de todos estes documentos.

4.1 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, segundo descrição encontrada em sua página na *web*.

A CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (CVM, 2015).

Levando em consideração o objetivo acima descrito, para o qual a entidade foi criada, nos remetemos aos limites que as práticas de governança corporativa estão sujeitas através da regulação, e consequentemente, no que diz respeito a possíveis alterações das mesmas, e a adequação constante que devem sofrer.

Por isso, o estudo das alterações em algumas instruções da CVM, nos possibilitam refletir sobre esta relação intensa, e de certo modo dependente, entre as práticas de governança, o sistema financeiro, e sua regulação.

O próprio termo “regulação” nos faz pensar sobre a organização, as definições, os limites, de algo que precisa ser “moldado”, regulado.

A crise aponta para um certo tipo de “desregulamentação” de determinadas práticas que atuam nas “brechas” da regulação, causando uma instabilidade nas relações financeiras, de tal modo que estas necessitam ser constantemente repensadas, analisadas, alteradas, no intuito de estarem menos expostas aos riscos, e a possíveis crises.

Através da análise destes documentos da CVM, que são instrumentos de regulação, pudemos observar a princípio, um extensivo e contínuo esforço em adequar as práticas realizadas no mercado de valores mobiliários nacional ao modelo apresentado atualmente no mercado de capitais internacional, no sentido de oferecer maior transparência, fiscalização, proteção, precaução, segurança, e ampliação nas relações de negociação em âmbito nacional.

Para tal análise, selecionamos apenas algumas das instruções com

o registro de terem sido mais acessadas através de um quadro da página da CVM na web, que correspondem ao período pré e pós crise, especialmente de 2008 até 2014, procurando observar no conteúdo das alterações mencionadas, e em suas referências, o esforço em retificar, ou acrescentar normas que demonstrem em seu escopo o debate sobre a repercussão da crise, no sentido reparador às práticas acusadas como “falhas” que desencadearam a mesma.

Neste sentido desenvolvemos um quadro cronológico com o objetivo de classificar e analisar algumas das instruções mencionadas como mais acessadas, bem como as alterações nestas referidas, no período entre 2001 e 2014, o tipo e o objetivo dos conteúdos que as dispõem, especialmente do que consta no período “entre crise” 2008/2014:

Quadro 1 - CVM - Instruções: Alterações, tipo e objetivos – cronologia

INSTRUÇÃO E DECRETO	ALTERAÇÃO OU ACRÉSCIMO DE NORMAS E INSTRUÇÃO	TIPO DE ALTERAÇÃO	OBJETIVO DA ALTERAÇÃO	DATA ALTERAÇÃO
Nº 555/14	LEI 6.385/76	PROTEÇÃO; PRECAUÇÃO; SEGURANÇA;	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.	17/12/2014
Nº 551/14	Nº332/00; Nº400/03; Nº476/09	PERMISSIVA; ABERTURA; SEGURANÇA; FISCALIZAÇÃO;	Regime de concessão de direito; e não aplicação de restrição.	25/09/2014
Nº552/14	Nº480/09; Nº481/09	TRANSPARENCIA NAS NEGOCIAÇÕES	Racionalizar e aprimorar prestação de informações.	09/10/2014
Nº553/14	Nº301/99	SEGURANÇA E FISCALIZAÇÃO	Dispõe sobre negociação com clientes estrangeiros.	16/10/2014
Nº480/009	Nº488/10; Nº509/11; Nº511/11; Nº520/12; Nº525/12; Nº547/14	DO QUE COMPETE A CVM NO ART.8º DA LEI 6.385/76	DECRETO Nº3.995/01 ALTERA E ACRESCE A LEI 6.385/76	07/12/2009
Nº358/002	Nº369/02; Nº449/07; Nº547/14	TRANSPARENCIA (TEXTO INTEGRAL COM ALTERAÇÕES MENCIONADAS) COM REVOGAÇÃO DAS INSTRUÇÕES: Nº31/84; Nº69/87; Nº202/93; Nº229/95; Nº299/99.	Quanto a divulgação e uso de informações, estabelece vedações e condições (pendência de fato relevante não divulgado)	03/01/2002 (TEXTO INTEGRAL)
DECRETO 3.995/001	LEI 6.385/76	PROTEÇÃO; SEGURANÇA; TRANSPARENCIA; SIGILO; MULTA; PUNIÇÃO;	ALTERA E ACRESCE	31/10/2001 DECRETO

Por meio da amostra que obtivemos, a partir do quadro em destaque sobre algumas das Instruções mais acessadas pelo site da CVM, e as alterações nelas mencionadas, pudemos fazer a classificação dos dados, que nos permitiu observar:

1. Instruções entre as mais acessadas no site CVM desde 2001 à 2014, com acréscimo da nº551, nº552, nº553 referente somente as Instruções selecionadas 2014.
2. Menções de outras alterações contidas no conteúdo das classificadas como mais acessadas e selecionadas.
3. Quantidade de alterações mencionadas em relação a cada período identificado.
4. Tipo de proposta para alteração de cada instrução.
5. Descrição dos objetivos dispostos para cada alteração.

Observando estes dados buscamos analisar, ainda que de maneira superficial, pois os mesmos não contém todas as alterações de instruções realizadas desde a Lei 6.385/76, mas somente registram as alterações, em algumas das instruções, selecionadas como as mais acessadas pela pagina da *web* da CVM no ano de 2014:

- A relação entre cronologia dos períodos e quantidade de alterações mencionadas.
- A recorrência de alguns fatores mencionados no escopo dos documentos analisados.
- A compatibilidade entre os “tipo de alteração” e os objetivos.
- As possibilidades de indício de repercussão da crise, tanto no “tipo de alteração”, como na descrição dos objetivos.

Tomando como princípio, para esta análise, que a verificação no aumento de alterações que foram encontradas no conteúdo das Instruções mencionadas, pode ser representativa, quanto ao interesse que os investidores tem: em adequarem suas práticas de governança ou em questioná-las.

As descrições que relacionamos na tabela, como objetivos, são transcrições dos mesmos, mencionados em cada alteração de Instrução; enquanto que os “tipos de alteração”, foram uma construção didática que desenvolvemos para classificação resumida dos conteúdos dos documentos observados.

Quanto a periodicidade verificou-se, ainda que de forma restrita, um aumento gradativo e crescente quanto as menções das alterações desde o ano de 1976 até 2014.

Nota-se, através dos documentos que foram acessados, menção de somente 2 (duas) alterações na década de 80 as de N°31 e 69 citadas na instrução N°358/002; como também 4 (quatro) na década de 90 as de N° 202 , 229, 299 e a 301 citadas nas instruções N°358/002 e 553/14; já na década de 2000 verificamos 13 (treze) alterações mencionadas através das instruções de N°551, 552, 476, 480, 409 e 358 mais o Decreto Lei 3995/2001; e após 2010, observamos 5 (cinco) menções de alterações somente no ano de 2014, 2 (duas) mencionadas no ano de 2012 e mais 3 (três) menções de alterações no ano de 2011, o que soma 10 (dez) menções de alterações antes de se completar a metade da década, sem incluirmos as alterações feitas em 2015.

Durante o período que nos propomos estudar, dentro ainda dos “tipos de alteração”, e a partir da análise dos documentos listados no quadro, identificamos a possibilidade de repercussão, quando estes demonstram em suas cláusulas de alteração maior transparência nas negociações, segurança, fiscalização, proteção ao público de interesse, precaução, desde 2001.

No entanto, não teremos tempo hábil neste TCC para fazer a citação de todas as Instruções e respectivas Alterações que foram descritas no Quadro, mas apenas selecionamos algumas como exemplo daquilo que consideramos mais representativo ao debate sobre as possíveis repercussões da crise nas práticas de GC no Brasil.

O Texto Integral da Instrução CVM N° 358, de 3 de Janeiro de 2002, dispõe sobre a divulgação de uso de fato relevante relativo às companhias abertas, o que nos permite identificar um esforço por dar maior transparência as negociações conforme verifica-se em citação subsequente, a respeito do âmbito e finalidade da mesma:

Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

DEFINIÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

O referido Texto Integral desta Instrução ainda inclui as Alterações introduzidas pelas Instruções CVM Nº 369/02, 449/07, 547/14, dentre as quais selecionamos apenas a menção da alteração referente as condições e termos que foram alterados no contexto de divulgação das informações:

DEVERES E RESPONSABILIDADES NA DIVULGAÇÃO DE ATO OU FATO RELEVANTE

~~Art. 3º— Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.~~

Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

- §3º com redação dada pela Instrução CVM nº 547, de 5 de fevereiro de 2014.

~~§4º — A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores — Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.~~

§4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação:

I — Jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou

II— Pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

• **§4º com redação dada pela Instrução CVM nº 547, de 5 de fevereiro de 2014.**

~~§5º — A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no parágrafo anterior, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.~~

§5º A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

§8º A divulgação de ato ou fato relevante realizada na forma prevista no §4º, I, deste artigo pode ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores, onde a informação completa deve estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM.

Os objetivos, também demonstram em seu conteúdo, uma maior preocupação com a transparência nas informações, na prestação de contas e divulgação, “cabendo vedações e condições”, para pendência de “fato relevante não informado”, isto quanto as negociações realizadas em bolsa de valores no Brasil.

INSTRUÇÃO CVM Nº 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002.

Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, **estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado**, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências.

O primeiro ponto a ser analisado através destes documentos, se remete ao Artigo 1º onde consta a responsabilização do uso ou divulgação de informações por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas.

O interessante sobre a responsabilização deste espaço de atuação, é saber que o mesmo é orientado por governança corporativa, sendo assim, qualquer norma ou alteração de norma que se remeta a instancia acima referida, diz respeito á determinadas práticas de governança que deverão ser adequadas.

Cientes disto, podemos verificar em primeiro lugar como as normas repercutem nas práticas, e em um segundo momento como a crise repercutiu no mercado financeiro por meio da alteração ou adequação das normas a novos padrões de conduta, quanto as práticas que devem ser admitidas por aqueles que atuam neste mercado.

Ainda em análise da função de alcance da CVM sobre o exercício de práticas de governança corporativa, no que se refere a instancia das

decisões que podem ser tomadas através do conselho de administração de uma companhia, verificamos mais alguns pontos que remetem a preocupação com transparência em alterações que passaram a vigorar desde 2001.

DECRETO Nº 3.995, DE 31 DE OUTUBRO DE 2001.

Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto.

O VICE-PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no exercício do cargo de Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere a alínea "a" do inciso VI do art. 84 da Constituição,

DECRETA:

Art. 1º Os arts. 6º, 8º, 9º, 11, 15, 22 e 24 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passam a vigorar com a seguinte redação:

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

....." (NR)

Art.9ºA Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos:

.....

g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas;

.....
§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º.

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja a penação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional." (NR)

"Art. 11.

.....
 § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de

valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

.....
 § 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

§ 11. A multa cominada pela inexecução de ordem da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do inciso II do **caput** do art. 9º e do inciso IV de seu § 1º não excederá a R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) por dia de atraso no seu cumprimento e sua aplicação independe do processo administrativo previsto no inciso V do **caput** do mesmo artigo.

....." (NR)

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;

II - relatório da administração e demonstrações financeiras;

III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;

IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;

V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais

com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados;

VIII - as demais matérias previstas em lei.

§ 2º As normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários em relação ao disposto nos incisos II e IV do § 1º aplicam-se às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, no que não forem conflitantes com as normas por ele baixadas." (NR)

"Art. 24. Compete à Comissão autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras e das entidades de compensação e liquidação.

....." (NR)

Quanto aos objetivos que definem as alterações de instruções da CVM, analisamos serem compatíveis aos “tipos de alteração”, isto em relação ao conteúdo observado, que se apresenta de maneira a pormenorizar as práticas, detalhá-las.

No que diz respeito aos fatores de segurança, fiscalização, proteção ao público de interesse, precaução, observados no conteúdo dos documentos, selecionamos a Instrução Nº 553, através da qual pudemos verificar um cuidado maior com transações realizadas através de investidor estrangeiro, como também mais clareza nas negociações referentes a fundos de investimento.

INSTRUÇÃO CVM Nº 553, DE 16 DE OUTUBRO DE 2014

Altera dispositivos da Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 15 de outubro de 2014, com fundamento na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, bem como o disposto nos arts. 9º, 10, 11, 12 e 13 da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, e no parágrafo único do art. 14 do

Anexo ao Decreto nº 2.799, de 8 de outubro de 1998, **APROVOU** a seguinte Instrução:

§ 1º No caso de relação de negócio entre as pessoas mencionadas no art. 2º e cliente estrangeiro que também seja cliente de instituição estrangeira fiscalizada por autoridade governamental assemelhada à CVM, admite-se que as providências previstas nesta Instrução sejam adotadas pela instituição estrangeira, desde que assegurado à CVM o acesso aos dados e procedimentos adotados.

§ 1º Do cadastro também deve constar declaração firmada e datada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador legalmente constituído, sobre os propósitos e a natureza da relação de negócio com a instituição.

§ 2º Para a negociação de cotas de fundo de investimento será ainda obrigatório que conste do cadastro junto ao intermediário, autorização prévia do cliente mediante instrumento próprio, incluindo declaração de ciência de que:

I – recebeu o regulamento e, se for o caso, o prospecto ou lâmina;

II – tomou ciência dos riscos envolvidos e da política de investimento;

III – tomou ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo, se for o caso, e, neste caso, de sua responsabilidade por consequentes aportes adicionais de recursos.

§ 3º O disposto no § 2º deste artigo não se aplica a negociação de cotas em mercado organizado.”
(NR)

A justificativa para selecionarmos determinadas Alterações em detrimentos de outras, ocorreu por consideração dos assuntos alterados, dentre os quais, escolhemos aquelas que pudessem relacionar-se com a crise, no sentido de provável repercussão da mesma sobre a adequação regulatória às melhores práticas.

Sabendo-se que a crise que se desencadeou na última década, teve por motivo práticas contrárias as estes princípios, isto não só no caso das empresas que faliram em 2001, mas também no que ocorreu através da manipulação das carteiras de crédito *subprime*, sendo o estopim da crise de 2008.

Através da análise dos documentos da CVM, por meio das Instruções, e as devidas menções de alterações, na classificação de

“tipos de alteração” exacerbadas no teor de cada uma delas, pudemos verificar desde 2001 a recorrência do “fator transparência”.

É interessante pensarmos, que neste mesmo período, ocorreu a suspeita nos Estados Unidos, de que empresas como WorldCom e a Enrom usavam de práticas contábeis duvidosas, e obscuras, o que depois de comprovado, veio a atribuir a falência destas empresas à inovações financeiras.

De maneira que, se pensarmos em reparar objetivamente práticas como estas, no campo financeiro, no sentido de regulação, iremos recorrer a ideia de transparência.

Quando analisamos os “tipos de alteração” de instrução a partir de 2001, conforme o quadro p. 28, verificamos que no conteúdo da maioria das alterações que foram mencionadas, houve referência a uma conduta de maior transparência nas negociações.

No Decreto Lei 3995/01 de 31 outubro de 2001, que altera e acresce dispositivos a Lei 6.385/76, encontramos em seu conteúdo, preocupação com sigilo, elucidação dos fatos ao interesse público, proteção, precaução, punição de condutas fraudulentas, multa, e transparência quanto a divulgação de informações.

Ao tomarmos conhecimento de uma crise em campo econômico financeiro internacional a partir do escândalo de empresas como a WorldCom e a Enrom em 2001, e a criação deste Decreto Lei no mesmo período aqui no Brasil, consideramos a possibilidade de que só o indicativo de uma movimentação destoada no mercado financeiro, pode repercutir em medidas de prevenção, através de alterações por normas que podem ser reconhecidas como reparatórias à um comportamento indesejável dos investidores.

E isto seria apenas um indício da repercussão, que tomamos como base para o raciocínio de relação entre crise no mercado financeiro, alteração nas instruções, repercussão nas práticas.

Não será possível neste trabalho discorrermos especificamente sobre cada alteração, mas o que consideramos importante, é deixar claro que no mundo financeiro existe uma rede de relações, permeadas por práticas que podem ou não ser reguladas, e que qualquer identificação de “falha” nas mesmas, repercute em um esforço de maior regulação para normatizá-las.

Na análise dos documentos de Audiência Pública, constatamos o debate e o conflito de interesses entre os envolvidos, de forma polarizada, entre os que defendem o esforço no sentido de maior regulação, e os que buscam ampliação de limites para sua atuação.

O esforço por alteração nas instruções, instituindo normas de reparação a possíveis práticas obscuras, pode estar indicando a repercussão da crise nas práticas de governança corporativa aqui no Brasil, quando e na proporção, de que as empresas listadas em bolsa, deverão adequar suas práticas a determinadas normas que foram alteradas com indícios desta reparação.

Todos estes aspectos verificados por meio da classificação, sistematização e análise dos dados, demonstram um esforço da entidade competente, em tornar progressivamente, mais transparente e segura as movimentações no mercado financeiro Brasileiro.

É importante considerarmos, que a aprovação de todas as alterações de Instrução são representativas não só o interesse da CVM como entidade reguladora, mas dependem da participação dos investidores, representados por empresas de consultoria, advogados, associações afins, e instituições financeiras, que através de audiência pública anterior, se reúnem para discutir as propostas como os objetivos para as alterações.

De maneira que as alterações de Instruções da CVM correspondem ao resultado de análise de um conjunto de interesses, representado por vários grupos de interessados no processo aperfeiçoamento das práticas de governança que envolvem as negociações no mercado de capitais.

Sendo assim, poderíamos dizer que estes dados seriam representativos de um interesse crescente na direção de maior regulamentação, em contraposição ao surgimento de uma “maré” de desregulamentação que encontramos no debate sobre governança corporativa desde os anos 90?

A partir da verificação do aumento nas menções de Instruções alteradas, sabendo-se que as normas delimitam as práticas de governança, o interesse no conhecimento destas alterações representado por acessos a determinado conteúdo das mesmas, pode ser traduzido de duas formas :

Tanto em um interesse maior em aderir a regulação, como também, em um interesse crescente na desregulamentação. Se levarmos em consideração que através do conhecimento da ampliação de regras, possam ser encontradas “brechas” que lhes permitam uma atuação ilimitada.

Em geral, o conceito de ampliação de limites está associado ao desejo de equiparação às práticas admitidas na Europa ou nos Estados Unidos, com intuito de adequação normativa nacional às regulamentações estabelecidas em âmbito internacional em relação as negociações feitas dentro do mercado financeiro.

Embora haja o conhecimento dos interessados, de que os problemas que desencadearam a crise, são provenientes de práticas exercidas no contexto econômico financeiro internacional, e que o mercado de capitais em solo nacional sofreu as consequências destes problemas, aparentemente ainda se esforçam por homogeneizar práticas provenientes destas “mesmas fontes”.

Conforme podemos verificar nestes parágrafos extraídos de Relatório de Análise de Audiência Pública SMD nº 01/2014, abaixo:

A ABRASCA afirma que a limitação ao número de investidores qualificados que podem ser consultados ou adquirir valores mobiliários em oferta “não tem referência na experiência norte-americana nem na da Comunidade Europeia”, sendo que a última permite que seja ofertado para até 150 investidores considerados não qualificados. Como o risco associado à colocação dos valores mobiliários junto aos investidores também recai sobre os bancos intermediários, a prática adotada por eles é de estabelecer um limite subjetivo do número de investidores qualificados a serem acessados, definido de acordo com o tipo de companhia emissora e com o tamanho da oferta. A ANBIMA apresentou parecer de escritórios de advocacia que faz as mesmas observações. Todavia, a ABRASCA entende a preocupação da CVM ao estabelecer essa limitação, mas considera importante que isso seja futuramente revisitado e equalizado com a prática internacional (**Audiência Pública SDM nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756. p. 8**).

Resposta da CVM:

Os pleitos de eliminação dos limites não foram acatados, inclusive por se considerar que a introdução de valores mobiliários de capital demanda um período de adaptação, assim como foi feito à época da edição da Instrução CVM nº 476, de 2009.

No entanto, tendo em vista que a maioria dos participantes criticou a paridade entre o número de procurados e de adquirentes, a CVM optou por manter o patamar mais elevado de até 50 adquirentes, ajustando o número potencial de investidores procurados para 75. (p. 10).

Todos estes dados podem ser indicativos não só da repercussão de crise econômica financeira internacional, no debate e nas práticas de governança corporativa no Brasil, conforme indicamos acima, mas também da repercussão de um padrão de modelo de governança corporativa utilizado internacionalmente.

4.2 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa no Brasil IBGC, foi fundado no ano de 1995, e se auto descreve como uma organização exclusivamente dedicada à promoção da Governança Corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no País, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional (IBGC, 2009).

Seu principal objetivo, como sociedade civil com atuação em todo o âmbito nacional, é contribuir com o desempenho sustentável das organizações e, segundo os seus próprios termos, influenciar os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade.

O IBGC é o responsável por ter desenvolvido e divulgado o “Código das melhores práticas de Governança Corporativa”, com a primeira edição datada no ano de 1999, e depois de ter passado por algumas revisões em 2001, 2004, 2007, 2008, veio apresentar a sua 4ª edição em 2009.

A primeira edição, lançada em 1999, era focada somente no Conselho de Administração e foi revisada em 2001, passando a incluir recomendações para os demais agentes de Governança Corporativa, como sócios, gestores, auditorias e Conselho Fiscal. O documento foi novamente revisado em 2004, com a atualização do seu conteúdo voltada para as demandas do mercado a época no País. Nos últimos cinco anos, desde a edição anterior do Código, houve uma série de mudanças no ambiente organizacional brasileiro, como o renascimento do mercado de capitais, um grande número de novas empresas listando seu capital na Bolsa, o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso, fusões e aquisições de

grandes companhias, reverses empresariais de veteranas e novatas e a crise econômica mundial. Estes fatores trouxeram a tona algumas fragilidades das organizações e de seus sistemas de governança, reforçando a necessidade da implementação, de fato, das boas práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009, p. 13).

Também desenvolveu e divulgou no ano de 2008, a primeira Carta Diretriz que alude sobre a “Independência dos Conselheiros de Administração – Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas (IBGC, 2008).

Em 2013 o IBCG divulgou os resultados de uma pesquisa que diz respeito a “Evolução da Governança Corporativa das Empresas listadas em bolsa 2004 -2012” que nos oferecem dados compatíveis a análise que fizemos dos documentos da CVM.

A pesquisa centra-se na análise dos dados públicos de empresas de capital aberto, no período de 2004 a 2012, pontuadas de acordo com o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC). Os dados foram coletados a partir de documentos públicos disponibilizados pelas próprias empresas e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A análise das informações segmenta-se em quatro dimensões: transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses, e direitos dos acionistas (IBGC, 2015).

Consideramos pertinente a seleção dos documento acima citados, por dois motivos: o primeiro por tratarem do período pré e pós crise, e o segundo por apresentarem dados estatísticos sobre a questão da transparência nas negociações no mercado de capitais.

As análises apresentadas pelo IBGC, baseiam-se em uma amostra composta por empresas que tiveram títulos negociados na bolsa e valores no período de 2004 a 2012, pontuadas de acordo com o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC).

Nosso objetivo em analisar estes dados apresentados pelo IBCG é o de corroborar com os resultados que obtivemos a respeito dos documentos da CVM, no que se refere ao fator transparência, e sua evolução nas práticas governança nas empresas Brasileiras, conforme Tabela abaixo:

Quadro 2 - Brasil. Evolução da Governança Corporativa das empresas listadas em Bolsa 2004-2012.

Dimensão	Média em 2004	Média em 2012
Transparência	3,4	6,1
Conselho de Administração	4,9	6,6
Ética e Conflito de Interesses	2,7	3,9
Direitos dos Acionistas	4,2	6,7
IPGC	3,8	5,9

Fonte: IBGC (2015).

Quando analisamos a evolução da governança corporativa pelo IPGC, podemos observar pelas amostras e resultados apresentados, que as práticas tem evoluído nas empresas listadas em bolsa, no período 2004 – 2012 , em quatro dimensões: transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses, direito dos acionistas.

A tabela a que tivemos acesso demonstra um aumento de interesse das empresas em “colocar em prática” este fator, como observamos através desta citação: “As maiores taxas de crescimento em relação à média no ano inicial foram observadas em transparência e em direitos dos acionistas” (IBGC, 2013, p. 5).

Em relação ao direito dos acionistas o documento acima citado esclarece, se o mesmo inclui o direito dos acionistas minoritários e em que condição isto acontece, através de uma pergunta utilizada em sua pesquisa:

A companhia garante direitos de *tag along* além dos que são legalmente exigidos? A resposta verificada no Estatuto Social das empresas consultadas, pelo critério para adoção parcial se remete ao direitos adicionais para parte das ações ordinárias ou preferenciais, e pelo critério para adoção total, direitos adicionais para todas as ações emitidas (IBGC, 2013, p. 32).

Entende-se por direitos de *tag along* os “mecanismos que garantem que a oferta de compra de ações seja dirigida a todos os sócios nas mesmas condições, assegurando a acionistas minoritários o direito de alienação de ações, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia” (IBGC, 2009, p. 25).

Esta constatação indica uma necessidade do mercado capitais em colocar “as claras” as práticas utilizadas no âmbito das relações

financeiras, de modo a pormenorizá-las evitando a exposição desnecessária aos riscos.

Levando em consideração o interesse de nossa pesquisa, em identificar a repercussão da crise nas práticas de governança, através destes documentos do IBGC, voltamos a nos deparar com uma série de alterações por que passaram estes documentos a partir do ano de 2001.

Sendo que a principal recomendação de alteração mencionada, diz respeito a condição de independência e a responsabilidade devida aqueles, a quem lhes é atribuído o poder de decisão, apresentando o conflito entre propriedade e gestão.

A proposta para alteração quanto a regulação pertinente a este tipo de ação, ou de prática exercida no campo da gestão, confere ao debate sobre governança e a repercussão da crise, um tratamento específico que ancora-se em um tripé, composto por poder de decisão, conflito de interesses, regulação.

Neste sentido, temos recorrido ao fator transparência para indicar a esfera que o abrange, e sua influência, como repercute nas práticas de governança corporativa, e qual sua relação de com a crise .

O fator transparência deve abranger os variados níveis das relações, tanto internas, como externas de uma companhia, dentro do Conselho de Administração ou na divulgação das deliberações.

Por que nos atermos e darmos tanta importância ao fator transparência ? Qual é a preocupação que dele se origina?

Para buscarmos essas repostas, gostaríamos de nos remeter aos argumentos sobre a importância do Conselho de Administração, na alta gestão, e do poder de decisão que exerce no espaço em que as práticas são realizadas.

No ano de 2008, o IBCG, através de sua 1ª Carta Diretriz, “traz a tona” debate sobre o conceito existente, introduzido pela Lei 10.303 art.118, a respeito da responsabilidade individual e independência dos Conselheiros de Administração .

Segundo o IBCG, os argumentos para este debate se contrapõem, entre aqueles que consideravam a regra importante para assegurar a responsabilidade e os deveres do acionista controlador, previstos pelo art. 116, e de outro lado, os que consideravam a regra uma verdadeira ameaça ao conceito de independência e responsabilidade individual do conselheiro de administração (IBGC, 2008, p. 09).

Ao tratarmos de Governança Corporativa, estamos nos remetendo as práticas realizadas neste espaço, como estas são orientadas, de que

maneira podem ser melhoradas, e qual a repercussão que exercem em seu âmbito de atuação, o mercado financeiro.

Por isto, ao mencionarmos a evolução destas práticas em nosso país, não podemos deixar de nos referir ao contexto em que estas acontecem, são exercidas, e dos parâmetros que as estabelecem, dentro do Conselho de Administração.

Assim como as repostas que obtivemos através dos documentos da CVM; este documento do IBCG, demonstra o conflito de interesses e a polarização existente, entre os conservadores operadores do direito, e os que buscam maior autonomia nas práticas.

Na realidade, ao adentrarmos a esta instância das práticas, estamos nos remetendo ao poder de decisão, a responsabilidade dos que o detém, e o conflito de interesses que permeia a relação entre propriedade e gestão.

O ponto específico deste debate, se dá em torno da independência dos administradores em relação aos acionistas que o elegeram, e a desvinculação de obrigações estabelecidas no acordo, levando em consideração que os deveres e obrigações dos administradores decorrem da Lei, que os obriga atuar no interesse da companhia, sendo suas atribuições indelegáveis (IBGC, 2008, p. 11).

Visando as melhores práticas de governança corporativa, o IBCG, vem recomendar através da publicação deste documento, a alteração da “disciplina atual dos acordos de acionistas”, aos legisladores, reguladores e auto-reguladores (IBGC, 2008, p. 11)

O IBCG deixa claro, através do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que quanto aos relacionamentos:

O Conselho de Administração, como órgão central do sistema de governança das organizações, deve zelar para que seus diversos relacionamentos (com sócios, diretor-presidente, demais executivos, comitês, Conselhos Fiscal e auditoria) ocorram de forma eficaz e transparente.

[...] O Conselho deve prestar contas de suas atividades aos sócios, com o objetivo de permitir-lhes um bom entendimento e uma avaliação das ações do órgão. Os principais veículos para essa comunicação são Relatório Anual, o website da organização, o Manual de Assembleia, e a Assembleia de Sócios (IBGC, 2009, p. 48).

Quanto a remuneração dos conselheiros de administração, o IBCG orienta através deste mesmo documento, que as organizações devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos conselheiros de administração (IBGC, 2009, p. 41).

A divulgação deve incluir todo tipo de remuneração recebida pelos conselheiros, como por exemplo: a) salários; b) bônus; c) todos os benefícios baseados em valores mobiliários, em especial os baseados em ações; d) gratificações de incentivo; e) pagamentos projetados em benefícios pós emprego, em programas de aposentadoria e de afastamento; f) outros benefícios diretos e indiretos, de curto, médio e longo prazos.

No aspecto gestão, em seu relacionamento com as partes interessadas (*stakeholders*): “O diretor-presidente e os demais diretores devem garantir um relacionamento transparente e de longo prazo com as partes interessadas e definir estratégia de comunicação com esse públicos” (IBGC, 2009, p. 54).

Neste sentido, o documento do IBCG afirma a respeito no fator transparência (*disclosure*):

O diretor presidente deve garantir que sejam prestadas aos *stakeholders* as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento, tão logo estejam disponíveis. Ele deve assegurar que essa comunicação seja feita com clareza e prevalecendo a substância e a forma. A Diretoria deve buscar uma linguagem acessível ao público-alvo em questão (IBGC, 2009, p. 54).

Complementa ainda que “toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada e simultaneamente a todos os interessados” (IBGC, 2009, p. 55)

Por isto o fator transparência se torna tão imprescindível quando falamos de governança corporativa, no debate de suas práticas, e na repercussão que podem atingir em sua operacionalização, ou na sua ausência, dentro do Conselho de Administração, ou fora dele.

De forma que, a proposição de alteração de normas, e regulações na última década, indicam uma evolução no desenvolvimento desta

concepção, e também pode-se constatar, segundo os dados apresentados pelo IBGC sobre as empresas listadas em Bolsa de Valores, de que houve um avanço em relação a admissão de princípios de boas práticas de GC, as quais objetivam promover maior estabilidade nas negociações realizadas dentro do mercado de capitais, e em todo o âmbito de repercussão que este pode abranger.

5 CONCLUSÃO

Nas últimas décadas observamos que as práticas de governança corporativa, tem se desenvolvido no sentido de seu aperfeiçoamento e evolução, em função da superação de conflitos outrora identificados no âmbito gerencial da companhias.

Como pudemos analisar através deste trabalho de pesquisa, esta concepção de práticas de governança, que defendem determinados tipos de interesses, são estabelecidas através de modelos, dentre os quais se destaca o *shareholders*, que amplia o seu poder de alcance por todo o mundo acompanhando as mudanças globais no mercado financeiro, visando atender as expectativas de ampliação do próprio mercado.

O problema básico deste tipo de concepção, e das prática de governança por ela conferidas, está em relegar o interesse dos outros *stakeholders*, instaurando um desequilíbrio, e ampliando o risco nas negociações, o que na amplitude do mercado financeiro pode desembocar em crise, como já constamos anteriormente.

No entanto, as Teorias tem apontado para essas “falhas” no sistema capitalista, bem como os instrumentos e entidades de regulação vem se esforçado por “restaurá-las”, ou minimizá-las, no condicionamento de práticas de governança que possam ser melhores (LISBOA, 2010, p. 6).

Ao tratarmos da repercussão da crise econômica financeira internacional no debate e nas práticas de governança corporativa no Brasil, nos concentramos a princípio, em analisar as proposições de alinhamento das práticas nacionais com as práticas internacionais.

Em um segundo momento, na análise do conteúdo dos documentos da CVM e do IBGC, verificar a possibilidade de recorrência de fatores abordados que pudessem remeter a repercussão da crise.

Por meio da pesquisa que desenvolvemos, levando em consideração todo arcabouço teórico que tivemos acesso, se tornou clara a relação entre governança corporativa e sistema financeiro, permitindo verificar de que maneira as práticas de GC influenciam o sistema capitalista e o mesmo repercute nas práticas.

Tomando como base para esta análise, a hipótese defendida por muitos autores já citados anteriormente neste trabalho, de que práticas obscuras utilizadas no âmbito da alta gestão, como por exemplo a contabilidade criativa, podem ter contribuído para o desencadeamento da crise de 2008, verificamos um crescimento de interesse em torno do tema governança corporativa, bem como um interesse crescente em sua regulação (YAHAMPATH; JOSEPH, 2011).

Como a crise se desencadeou a partir dos E.U.A, tanto o processo de ampliação da regulação das práticas no mercado financeiro, como de aperfeiçoamento e evolução das práticas, partiram deste contexto.

De maneira que, no Brasil, pudemos verificar uma preocupação do público de interessado no mercado financeiro, em um alinhamento de suas práticas com as práticas internacionais, e isto ficou bastante claro com o exemplo da citação da sugestão da ABRASCA na p. 41 deste trabalho, como se as tais servissem de parâmetro para todas as outras.

A repercussão da crise foi identificada tanto na análise dos documentos da CVM como do IBGC, através da recorrência do fator “transparência”, e tanto na entidade reguladora CVM, como na orientadora das melhores práticas no Brasil IBGC, foi possível perceber um esforço de adequação de normas e princípios a uma perspectiva de maior segurança nas negociações dentro do mercado financeiro a partir de 2001.

A ampliação na regulamentação, poderia estar indicando um momento de ajustes destas práticas, ou até mesmo deste sistema, o que poderia ser considerado positivo, se todos os envolvidos estivessem motivados pela “ busca sincera do direito de todo público de interesse”, e não apenas pela “ busca sincera do lucro” (YAHAMPATH; JOSEPH, 2011).

O debate sobre G.C se amplia na proporção que há uma busca maior por especialização das práticas realizadas no entorno da alta gestão, envolvendo o mercado de capitais, no sentido de solucionar problemas outrora já constatados.

No meio acadêmico a pesquisa sobre o tema ainda tem atraído mais os estudiosos do campo administrativo, contábil, econômico, financeiro , como pudemos observar dos acessos que fizemos ao Portal Periódicos CAPES bem como ao SCIELO, a maioria das publicações são de Artigos que encontram-se em revistas de Contabilidade e Finanças.

Fizemos essas referências ao debate acadêmico sobre G.C, com o intuito de não só corroborar com o que já dissemos, mas em ressaltar a importância da abordagem do tema nas Ciências Sociais, o que também vem se desenvolvendo na ultima década, inclusive com trabalhos realizados por colegas em nosso Núcleo de Pesquisa (NESFI) na Universidade Federal de Santa Catarina.

Quanto aos resultados de pesquisa que alcançamos, verificamos ser possível a relação de repercussão entre as práticas de governança e a crise, a repercussão da crise nas normatizações, que por sua vez repercutem em alteração das práticas.

Isto foi verificado inclusive por de um documento do IBGC sobre a Evolução da GC nas empresas listadas em Bolsa. (IBGC, 2013, p. 2)

Está constatação de repercussão da crise, no debate e práticas de governança corporativa, nos permite a constante reavaliação das mesmas, não só no sentido de fornecer recursos de aprimoramento para as mesmas, mas de questionar o seu próprio sentido, ou legitimidade, levando em consideração os riscos e consequências que podem desencadear, não só no contexto financeiro , mas político , econômico e social.

REFERÊNCIAS

BELLINGIERI, Cesar Júlio. Alfred Chandler e a teoria histórica da grande empresa. **Revista Hispeci & Lema**, Bebedouro-SP, ano III, n. 3, nov. 2012.

BRASIL - Presidência da República. Casa Civil. **Decreto n. 3.995**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2001/D3995.htm>. Acesso em: 13 jun. 2015.

CLAUMANN, Ricardo Benz. **OCDE e Governança Corporativa: Construção e legitimação de um modelo**. 2015. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política)- Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **CVM n. 358**, de 3 janeiro de 2002.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM n. 01/2014**. Alteração da Instrução CVM nº476, de 16 janeiro de 2009. 2014a.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM n. 08/2014**. Alteração da Instrução CVM nº301, de 16 abril de 1999. 2014b.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 551/14**, de 25 de setembro de 2014c.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 553/14**. Alteradora da Instrução CVM nº 301/99. 2014d.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 13 jun. 2015.

FRANCO, Benevides Julián. **História del Gobierno Corporativo en el mundo**. Disponível em: <http://www.kpmg.com.co/files/document-_corp_gov/release/lb_c1_01.ht>. Acesso em: 13 jun. 2015.

GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: UFRJ. Monografia. Instituto de Economia. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005.

GRÜN, Roberto. Convergência das Elites e Inovação Financeira: a governança corporativa no Brasil. **RBCS**, v. 20, n. 58, jun. 2005.

GRÜN, Roberto. Modelos de Empresa, Modelos de Mundo: sobre algumas características culturais da nova ordem econômica e da resistência a ela. **RBCS**, v. 14 n. 41, out. 1999

HARVEY, David. **O enigma do Capital e as crises do capitalismo**. Tradução de João Alexandre Peschanski. São Paulo: Editora Boitempo, 2011.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Carta Diretriz 1**. “Independência dos Conselheiros de Administração- Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas.” IBCG. 2008.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, SP: IBCG, 2009.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Evolução da Governança Corporativa nas Empresas Listadas em Bolsa (2004 – 2012)**. São Paulo, SP: IBCG, 2013. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Pesquisa_Evolucao_GC .pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Pesquisa_Evolucao_GC.pdf)>. Acesso em: 13 jun. 2015.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Carta de Orientação. **Atuação de Conselheiros de Administração**. 2014.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 13 jun. 2015.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Org.). **Governança Corporativa**: internacionalização e convergência, os novos rumos das práticas de governança. São Paulo: Saint Paul Editora, 2010.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13 jun. 2015.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p.3-27, Oct. 2000.

LISBOA, Eric. **Crise econômica de 2008 e o sistema financeiro**. XV Prêmio Tesouro Nacional: Homenagem a Joaquim Nabuco, 2010.

MINELLA, Ary Cesar. **América Latina**: uma visão sociopolítica das transformações e das perspectiva do sistema financeiro (V etapa). Projeto de Pesquisa 2011.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa: Custos de Agencia e Estrutura de Propriedade. **RAE-CLÁSSICOS**. abr./jun. 2008.

SANTOS, Raphael Freire. **Marcos Históricos da Governança Corporativa**. 2011. Disponível em: <www.emeraldinsight.com/1755-4179.html>. Acesso em: 10 jul. 2015.

SCHERER, André Luís Forti. O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e consequências. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 24, n. 2, 2003.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Oxford, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidencias Empíricas no Brasil dos Anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 123-46, jun. 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2010.

STEINBERG, Herbet. **A dimensão humana da governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Editora Gente, 2003.

THE COMMITTEE on the Financial Aspects of Corporate Governance. London. Dec. 1992.

YAHANPATH, Noel; JOSEPH, Tintu. A brief review of the role of shareholder wealth maximization and other factors contributing to the global financial crisis. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 3, n. 1, p. 64-77. 2011. Disponível em: <www.emeraldinsight.com/1755-4179.html>. Acesso em: 10 nov. 2011.