

**10ª MESA-REDONDA DE  
GOVERNANÇA CORPORATIVA  
LATINO-AMERICANA**

# GOVERNANÇA EMERGENTE

As boas práticas corporativas conquistaram os reguladores da América Latina, mas ainda não se sabe como transformar as regras em uma escolha verdadeira das companhias



ESTA PUBLICAÇÃO É PARTE INTEGRANTE DA REVISTA CAPITAL ABERTO (JAN/2010). NÃO DEVE SER VENDIDA SEPARADAMENTE

Esta publicação contou com o patrocínio de:

**PRICEWATERHOUSECOOPERS** 

# Os limites do avanço

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) tem sido um dos principais promotores das melhores práticas de governança corporativa. Na América Latina, a organização realiza a cada ano, desde 2000, uma mesa-redonda com autoridades, instituições e consultores da região para discutir como disseminar os princípios de governança. São inegáveis os avanços obtidos nesse período, principalmente em termos regulatórios, muitos deles impulsionados pelo excelente trabalho da OCDE.

México, Colômbia, Peru e Argentina têm hoje códigos elaborados de boas práticas, vigentes sob o sistema de “comply or explain”. O Chile e o México possuem leis corporativas recheadas de questões de governança. O Brasil tornou-se uma atração em todas as mesas-redondas com o sucesso do seu modelo de autorregulação, o Novo Mercado. E até países menores, como o atrasado e promissor Panamá — onde a mesma lei corporativa vigora, sem retoques, desde 1927 —, mantêm instituições fortemente engajadas em implementar as práticas de governança.

A edição da conferência da OCDE realizada em dezembro, no Chile, — à qual se dedica este suplemento especial — ressaltou o progresso obtido, mas deixou no ar uma pergunta que ainda parece estar sem resposta: como fazer os sistemas de regulação desenvolvidos virarem governança de verdade no dia a dia das companhias? A dúvida incômoda se aplica tanto aos países que preferiram usar a lei para estabelecer práticas de governança, como àqueles que optaram por códigos “pratique ou explique” ou pela adesão voluntária a um conjunto de regras, como o Novo Mercado.

Nos sistemas que impõem regras, sejam elas obrigatórias ou voluntárias, fica a incerteza se a companhia está somente “marcando caixinhas”, para se comportar bem aos olhos do investidor, ou se realmente acredita no valor das práticas adotadas. Naqueles que exigem apenas explicações, enfrentam-se o receio das empresas em se expor e a má qualidade das justificativas apresentadas. Em todos os sistemas, existem as restrições ao papel dos agentes responsáveis por supervisionar. Os reguladores, estatais ou privados, não dispõem de meios para advertir companhias que estejam cumprindo mecanicamente com as regras. E os investidores, na maioria dos casos, não têm tempo, recursos ou mesmo interesse para se dedicar a um trabalho pormenorizado de análise da governança.

Mas os agentes propulsores das melhores práticas não sossegam e querem achar novas formas de avançar. E fazem muito bem. Algo sempre precisará ser aperfeiçoado, como o conteúdo dos códigos e a forma de implementação do “comply or explain” — introduzindo-o, inclusive, em países que não o adotam, como o Brasil. Mas parece inevitável reconhecer que há limites para transformar a governança em algo mais verdadeiro dentro das corporações.

Simone Azevedo



**10ª Mesa-Redonda de Governança Corporativa Latino-Americana** é uma publicação da Revista Capital Aberto  
Ano 2 / Número 13 • 7.000 exemplares  
Data de fechamento 22/12/09

**Edição** Luciana Tanoue  
**Textos e reportagem** Simone Azevedo  
**Diagramação** Manoel Carlos  
manoel@macro.ppg.br  
**Capa** Eric Peleias

**Revista Capital Aberto**  
**Editora executiva** Simone Azevedo  
sazevedo@capitalaberto.com.br  
**Editor** Danilo Gregório  
dgregorio@capitalaberto.com.br  
**Marketing** Roberta Palma  
rpalma@capitalaberto.com.br  
**Publicidade** Regina Gentil  
rgentil@capitalaberto.com.br  
tel. (11) 3833-8914 - cel. (11) 8244-0848

**Endereço** Rua Schilling, 413, Cj.1405, Vila Leopoldina, São Paulo, SP, Brasil, CEP 05302-001  
**Contatos** (11) 3833-8910 – Fax (11) 3833-8913 – contato@capitalaberto.com.br  
**Representante comercial** Marisa Feba (Casa de Sucesso) – tels. (11) 3726-5452/4572 – cel. (11) 9414-8277 – mfeba@capitalaberto.com.br  
**E-mails para redação** cartas@capitalaberto.com.br  
É proibida a reprodução ou transmissão de textos e imagens desta publicação sem autorização prévia

**Visite** www.capitalaberto.com.br

**Impressão** Duograf Gráfica e Editora  
Impresso em papel Couche Matte L2, 115 g/m<sup>2</sup> da Suzano Papel e Celulose, produzido a partir de florestas renováveis de eucalipto - Cada árvore utilizada foi plantada para este fim



# Leis ou explicações?

Diante do ativismo reticente dos investidores no mundo e, mais ainda, na América Latina, autoridades querem esperar menos e regular mais

Textos e reportagem: Simone Azevedo, de Santiago

O ano de 2010 encerra uma década memorável para a governança corporativa na América Latina (AL). Apesar de terem mercados de capitais pouco expressivos — com a devida ressalva ao Brasil e sua guinada a partir de 2004 —, os principais países da região empenharam-se em melhorar. Uma testemunha dessa evolução foram as mesas-redondas promovidas pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Reunindo autoridades e especialistas de vários países da AL, elas estimularam discussões sobre como disseminar as melhores práticas na região. Na mais recente edição do evento, realizada em dezembro na cidade de Santiago, no Chile, as conquistas alcançadas ficaram evidentes ao longo de um dia e meio de palestras e debates. Mas a crise financeira internacional, que mudou os paradigmas das discussões sobre governança no mundo todo, parece ter abalado também algumas convicções consolidadas por aqui. Dentre elas, a de que uma das formas mais eficazes de fomentar a governança é seguindo o caminho das adesões voluntárias.

A primeira provocação sobre esse ponto durante a mesa-redonda veio de um participante de fora da América Latina. “Devemos continuar com o sistema ‘comply or explain’ ou dar um passo adiante?”, questionou Juan Munguira, consultor legal para

assuntos internacionais da Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), o órgão regulador espanhol. O sistema “pratique ou explique” foi adotado pela Espanha em 2006, quando lançado o Código Unificado de Governança, aplicável a todas as companhias listadas em bolsa de valores no país. Sua proposta não é exigir o cumprimento das práticas recomendadas, mas sim explicações das companhias para as não conformidades. O mesmo sistema prevalece na América Latina, adotado por Argentina, Colômbia, México e Peru. “Temos uma decisão a tomar entre os reguladores. (...) Como fazer valer certos princípios se eles têm caráter voluntário?”, indaga Munguira.

O país anfitrião do encontro não tem muitas dúvidas sobre como resolver essa questão. Em outubro, a presidente Michelle Bachelet sancionou uma nova lei de sociedades anônimas para o Chile, impondo uma série de normas de governança para as companhias emissoras de valores mobiliários. “Não podemos seguir esperando uma autorregulação voluntária que nunca chega e que, além do mais, não é a substituta perfeita do marco legal de um país, como demonstraram as evidências lá fora”, disse Héctor Lehuedé, assessor do ministro da Fazenda do Chile. Aspirante a entrar no grupo de países da OCDE, o Chile achou que era melhor não



Juan Munguira, consultor legal da CNMV espanhola: governança não é responsabilidade dos gestores de fundos

pagar para ver. Seguindo sua tradição de resolver assuntos na base da canetada, introduziu uma série de obrigações para os emissores de valores, atendendo às preocupações da organização internacional (*ver matéria na página 12*).

A apatia dos investidores é o que preocupa os reguladores espanhol e chileno. “Eles são mais passivos do que pensávamos. Seus próprios problemas de governança fazem com que não reajam como esperávamos quando imaginamos o sistema *comply or explain*”, disse Guillermo Larraín, presidente da Superintendencia de Valores y Seguros, a comissão de valores mobiliários chilena. Ele defendeu que o “*pratique ou explique*” só teria resultados efetivos se os investidores assumissem o papel de batalhar por melhores práticas nas companhias que não cumprem as recomendações e nem se explicam adequadamente. Munguira recorreu ao baixo ativismo dos investidores nas assembleias gerais para justificar a sua desconfiança quanto à eficácia dos sistemas de adesão voluntária. “Estamos dependendo de um árbitro que já deu provas de que não funciona bem.”

### **Ativismo limitado**

Cobrar uma postura mais enérgica dos investidores tem sido uma tônica das discussões sobre governança desde a eclosão da crise financeira. E não há dúvida de que, nos países em que o capital

está concentrado nas mãos de acionistas controladores, esse é um tema ainda mais preocupante. A América Latina apresenta forte tradição de empresas familiares e estrutura de propriedade concentrada. Até o Chile, que passou por um processo de privatização voltado à dispersão acionária, não conseguiu escapar dessa sina: em 2007, a participação do principal acionista nas companhias listadas em bolsa era de, em média, 50,7%. Com exceção do Chile e do segmento de listagem premium do Brasil, o Novo Mercado, as ações sem direito a voto ainda representam boa parte das negociações nas bolsas de valores da região.

E mesmo para aqueles que têm voto não é fácil fazer-se representar nas assembleias-gerais. Apesar dos incentivos recentemente introduzidos por Chile (com a nova lei) e Brasil (com a Instrução 481), os sistemas eletrônicos de votação ainda são pouco difundidos. Muito mais práticos, principalmente para o acesso de investidores estrangeiros, eles ajudariam a fugir das burocráticas regras de reconhecimento de voto. “São tantas as exigências que alguns votos simplesmente não chegam às empresas porque são rejeitados antes, pelos bancos custodiantes”, disse Dwight Clancy, analista da Glass Lewis & Co, referindo-se aos problemas que enfrenta no Brasil.

Limitações aos investimentos dos fundos de pensão em renda variável também em nada ajudam o ativismo. No México, por exemplo, as fundações estão proibidas de aplicar diretamente em ações de companhias listadas em bolsa. Na Colômbia, apenas 5,6% dos US\$ 37 bilhões dos fundos de pensão estão em ações. Na Argentina, só 15% — e os fundos de pensão privados ainda foram nacionalizados pelo governo Kirchner em janeiro de 2009, limitando as chances de mudança desse cenário no médio prazo.

Depois da crise financeira, esse panorama ficou ainda pior. Com os portfólios murchando no mesmo compasso da bolha do crédito imobiliário, investidores internacionais viram os custos fixos de suas gestoras crescer em relação às receitas. “Agora o tempo e os recursos estão mais escassos”, avaliou Paul Clark, analista da Risk Metrics. Munguira, da Espanha, já nem espera mais dos investidores uma postura ativista. “A governança não é responsabilidade dos gestores de fundos. O papel deles é entregar rentabilidade aos seus clientes”, afirmou.

Guillermo Larraín, presidente da Superintendencia de Valores y Seguros: investidores são mais passivos do que esperávamos

## Mudanças em curso

Muita gente não concorda com essa ideia. Para Paul Lee, executivo do Hermes Equity Ownership Services, que tem como filosofia investir em empresas e lucrar com os avanços em governança, há uma clara correlação entre as boas práticas das investidas e a rentabilidade. “Pressionar por mais governança não é um dever social, mas sim uma obrigação fiduciária com os clientes”, disse Lee. Para ele, a luz que a crise financeira acendeu sobre a passividade dos investidores já começou a gerar efeitos positivos. “Muitos fundos de pensão estão vindo falar conosco, interessados no trabalho que fazemos. Eles perceberam que estavam mais focados no curto prazo do que deveriam”, afirmou. Além de gerir recursos com olhos na governança, o Hermes faz esse trabalho para outros investidores que não têm a mesma expertise.

Na América Latina, o ambiente regulatório dos investimentos institucionais também avança. Os fundos de pensão do México ficaram um pouco menos engessados a partir de julho do ano passado. Uma norma emitida pelo órgão regulador, a Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), criou a figura de fundos de investimento (trust funds) habilitados a investir em ações de companhias listadas em bolsa e a receber recursos das fundações. As cotas emitidas por esses fundos são chamadas de Certificado de Capital de Desarrollo (CCD), e as instituições de previdência podem investir nelas até 10% dos seus portfólios. No Brasil, em setembro, o Conselho Monetário Nacional ampliou de 50% para 70% os limites de aplicação em ações dos fundos de previdência. Os maiores tetos só poderão ser alcançados se os investimentos forem em companhias negociadas nos segmentos de governança da BM&FBovespa.

No Chile e no Peru, as normas aplicáveis às entidades de previdência já favorecem não apenas o investimento em renda variável, mas também o ativismo. No Chile, elas são obrigadas a votar em todas as assembleias das companhias em que investem. No Peru, é requerido por lei que os representantes das fundações manifestem sua opinião sobre cada um dos temas votados nas assembleias, defendam seus direitos como investidor e promovam a adoção de práticas de governança nas empresas. “Há exemplos suficientes, não só na América Latina, mas também globalmente, de investidores institucionais



obtendo retornos positivos por desempenhar um papel ativo e retornos ruins por não atuar dessa forma”, disse o white paper revisado da OCDE sobre o papel dos investidores institucionais na AL, apresentado durante a conferência. O documento ficou aberto a comentários até o último 16 de dezembro, e uma versão final deverá ser divulgada em breve.

## Mais prática ou explicação?

Acreditando que os investidores vão fazer cada vez mais — e melhor — a sua parte, Lee, do Hermes, sugere que os reguladores apostem, sim, no modelo “pratique ou explique”. “Funciona muito mais do que colocar todas as companhias sob um regime único de governança, que não necessariamente será o mais adequado a cada uma delas”, ponderou. Segundo ele, as explicações, em diversos casos, podem ser muito mais informativas para os investidores do que a conformidade com a regra. A boa explicação demonstra a capacidade de disclosure da companhia, enquanto a ruim dá uma ideia de como os administradores da empresa se sentem mais confortáveis. “A partir daí, podemos decidir se essa é uma empresa da qual devemos sair ou, ao contrário, se é o caso de tentar mudá-la.” Paul Clark, da RiskMetrics, concorda com Lee: “Quando você tem todas as companhias marcando caixinhas, não sabe quais são boas e quais são ruins, porque todas fazem a mesma coisa.” ■

# Versões latinas

Países da região progridem com modelos próprios de “comply or explain”, mas sentem na pele a dificuldade de adotar sistemas voluntários onde a cultura é a regra

O Chile e sua preferência pelo uso da lei como plataforma para a adoção de práticas de governança é uma exceção na América Latina. Outros países da região atentos ao tema apostam nos modelos voluntários de adequação das companhias. O mais inovador deles — segundo constatação do livro *Governanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, lançado em novembro do ano passado (Editora Mayol) — é o Novo Mercado brasileiro. Sustentada por um sistema de autorregulação, a iniciativa se destacou por segmentar as companhias que, por vontade própria, decidem se adequar a práticas mais elaboradas de governança. Já Argentina, México, Colômbia e Peru inspiraram-se no modelo desenvolvido na Inglaterra, o “comply or explain”, e criaram versões customizadas. Embora satisfatórios no sentido de instigar adesões às melhores práticas, esses códigos ainda enfrentam diversos problemas em sua aplicação, conforme revela uma pesquisa da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) divulgada na mesa-redonda de Santiago. O trabalho foi realizado em parceria com o Banco Mundial e seu braço para o setor privado, o International Finance Corporation (IFC).

O modelo mais curioso é o da Colômbia, que preferiu adotar um “If comply, explain” (se praticar, explique). Em 2007, a CVM colombiana (Superfinanciera), a bolsa de valores (BVC) e algumas entidades de mercado lançaram juntas um código de governança (o Código País) com 41 recomendações de boas práticas, todas diferentes daquelas já exigidas em lei. Os emissores não foram obrigados a aderir ao código, mas deveriam prestar uma declaração formal sobre sua conformidade com ele. As companhias recebem anualmente um questionário de 80 questões, formuladas com base nas recomendações do código, com as alternativas de resposta “sim”, “não” e “não se aplica”. Quando dizem “sim”, devem explicar por quê. Em 2009, segundo relatório da Superfinanciera, 123 empresas responderam ao questionário, e o grau de adesão às práticas atingiu 51,4%.



Bolsa de valores mexicana:  
país estendeu código de  
governança a todas as  
organizações de capital  
aberto ou fechado

A falta de explicações para o que não é adotado, contudo, prejudica o resultado esperado, segundo a pesquisa. Não vem sendo atribuído, por exemplo, um prêmio de mercado para as empresas mais bem governadas. Além disso, a divulgação das respostas para o público não é obrigatória — somente 50% o fazem voluntariamente —, o que desestimula análises dos resultados por terceiros. A entrega do relatório é prevista para logo depois da assembleia anual, o que impõe aos investidores uma longa espera até o ano seguinte para discutir as práticas reportadas. Há ainda questões apresentadas de forma pouco clara, o que cria vários problemas de interpretação entre os respondentes. “A Colômbia está observando um importante desenvolvimento do seu mercado de capitais. (...) Esse é um ótimo momento para repensar o sistema e adaptá-lo a novas realidades”, diz a pesquisa, intitulada *Survey of Corporate Governance Practices in Selected Latin American Countries*.

O México tem uma história muito mais bem-sucedida. Aceito no grupo dos países da OCDE em 1994, adotou um código de governança corporativa em 1999 e estendeu-o a todas as organizações empresariais, de capital aberto ou fechado, com ou sem fins lucrativos. No universo das companhias listadas em bolsa e dos emissores de dívida com vencimento superior a um ano, a Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), órgão regulador dos mercados financeiro e de capitais, introduziu um questionário de mais de 300 perguntas que deveria ser obrigatoriamente devolvido junto com a divulgação das informações anuais. Com formato “sim” ou “não”, as questões baseiam-se nos 47 princípios do código, e suas respostas devem ser acompanhadas de explicações.

As autoridades locais decidiram também incorporar à lei de valores mobiliários as recomendações do código consideradas mais relevantes, como aquelas voltadas à proteção dos acionistas minoritários. Dessa forma, as companhias listadas passaram a ser obrigadas a cumprir com vários dos princípios estabelecidos. Dentre eles, a obrigação de ter 25% de conselheiros independentes, a aprovação do relatório do comitê de auditoria em assembleia anual e exigências para prevenir conflitos em operações com partes relacionadas.

Mas levar parte dos princípios do código para a lei significou alguns problemas. Nas diversas pesquisas sobre os questionários entregues à CNBV

**“O ‘comply or explain’ é um diálogo com o investidor, e as explicações são apenas a primeira parte do processo”**

conduzidas e divulgadas por entidades, notaram-se altos níveis de conformidade com boa parte dos princípios (porque eles estão na lei) e reduzidos níveis de adesão quando se trata de práticas apenas recomendadas. “Isso significa que as companhias estão seguindo o código, mas em bases mandatórias”, observam os pesquisadores da OCDE. A união de princípios baseados no sistema anglo-saxão com uma lei constituída da perspectiva do direito francês também causou ruídos. O resultado foram pontos na lei contraditórios

entre si, principalmente aqueles aplicáveis a companhias fechadas.

Houve ainda certa resistência de administradores e até de acionistas em aceitar as recomendações. Isso porque, segundo a pesquisa, alguns consultores pregaram a ideia de que a adaptação às regras de governança traria elevados custos para as companhias. O saldo até agora, contudo, parece positivo. Cresce a cada dia o número de empresas fechadas interessadas em implementar o código de boas práticas e em responder ao questionário espontaneamente. Elas pretendem medir o seu nível de governança e de progresso nessa seara, estimuladas por situações como sucessão de lideranças, entrada de investidores de venture capital e associações com entidades estrangeiras.

O Peru, assim como o México, tem um modelo que poderia ser chamado de pratique “e” explique. Desde 2002, o país adota um código de governança baseado em princípios da OCDE, e o órgão regulador, a Conasev, exige a entrega de um documento anexo ao relatório anual para reportar o nível de adequação das companhias. A avaliação é feita pelas próprias empresas, que atribuem uma nota de 0 a 4 para definir seu nível de conformidade. Para cada um dos 26 princípios, as companhias devem responder também a um questionário previamente elaborado pelo regulador, que tem o objetivo de amenizar o aspecto subjetivo das notas. O intuito é que essas explicações esclareçam a real adesão das companhias aos princípios recomendados. O relatório com as notas e as respostas é obrigatório a todas as empresas listadas e em processo de abertura de capital — neste caso, a informação deve vir no prospecto. Em 2009, 193 de 220 companhias entregaram o documento ao regulador.

A experiência peruana mostrou que a falta de entendimento sobre as questões se tornaria um dos maiores entraves. Em alguns casos, as explicações

apresentadas não referendam a nota atribuída pela companhia. Em outros, carecem de informações importantes, apesar de estas constarem do relatório anual da administração. Segundo os pesquisadores da OCDE, isso pode dever-se ao fato de pessoas diferentes prepararem os documentos: advogados provavelmente são escalados para responder sobre a adesão ao código, enquanto os informativos anuais são preparados pelas áreas de relações com investidores (RI). Na tentativa de amenizar o problema, a Conasev promoveu diversas reuniões com as empresas para explicar o conceito por trás de cada princípio. E teve êxito — o resultado foram notas menores e mais qualidade das informações no ano seguinte.

A Argentina foi a única a adotar o pratique “ou” explique em sua versão original: as companhias são estimuladas a seguir uma lista de boas práticas de governança preestabelecida e obrigadas a apresentar justificativas para as situações de não conformidade. Tudo parte de uma resolução da Comisión Nacional de Valores (CNV), de número 516, válida a partir de janeiro de 2008. A medida estabelece 28 normas de governança e exige a criação de uma seção no relatório anual da administração com informações sobre o que é praticado e as explicações para o que não é. A regra se aplica às empresas listadas em bolsa de valores, com exceção das pequenas e médias (assim definidas conforme previsão da CNV).

Segundo a pesquisa da OCDE, 90% das companhias entregam o relatório exigido anualmente, mas não há um controle da CNV sobre a qualidade das informações. Além disso, a grande maioria das empresas adere apenas às práticas já previstas na lei corporativa ou em resoluções da CNV como, por exemplo, a presença de maioria de independentes no comitê de auditoria. As exceções são empresas que possuem ações listadas no mercado norte-americano ou uma rara percepção de que as práticas recomendadas agregam valor. Não parece existir, portanto, um interesse real de implementação das regras de governança — o que os pesquisadores atribuem ao fato de o mercado de capitais argentino ser pequeno demais e não proporcionar acesso a taxas mais baixas de captação de recursos.

### Tiro incerto

A experiência internacional mostra que as soluções inspiradas em modelos como o “pratique ou explique” podem ser mais desafiantes que sistemas voluntários baseados em autorregulação, como é o caso do Novo Mercado. Impor às companhias a obrigação de se explicar é dar um tiro que pode atingir



Paul Lee, da gestora Hermes: Reino Unido foi longe demais ao desenvolver o pensamento de que as companhias têm de se adequar

ARQUIVO CAPITAL ABERTO

alvos impensados. Uma das consequências possíveis são as justificativas de baixa qualidade, respaldadas por supostos problemas de interpretação e pelo desinteresse em se expor. Outro resultado pode ser a adesão apenas pro forma, sem um reconhecimento verdadeiro do valor da prática de governança, ou até o cumprimento excessivo, com a incorporação de princípios que não seriam os mais adequados, só para não ter de dar explicações.

Nem no Reino Unido, onde o “comply or explain” existe desde 1992, há plena satisfação com os resultados. Paul Lee, da gestora inglesa Hermes, acredita que seu país foi longe demais ao desenvolver o pensamento de que as companhias têm de se adequar. “Eu preferiria que elas dissessem ‘não, não estou em conformidade com essa regra, e minha razão é X’”, diz. O excesso de adequação, na sua visão, esconde a falta de vontade das companhias de abrir um canal de comunicação com o mercado. “O ‘comply or explain’ é um diálogo com o investidor, e as explicações são apenas a primeira parte. A companhia precisa estar disposta a começar essa conversa, mas muitas não têm confiança em deixar o investidor se envolver.” ■



# Interesse público

Com oito milhões de beneficiários de fundos de previdência investindo em ações, Chile atribui ao conselho o papel de defender os minoritários

**O** Chile aposta nos conselheiros independentes para defender os interesses dos acionistas minoritários. Em sua nova lei corporativa, sancionada em outubro (Lei 20.382), o país torna mais rígidas as definições de independência, obriga a presença de um independente no “board” e cria regras para dar visibilidade à opinião desses profissionais. A reforma das práticas corporativas era uma das condições para o esperado ingresso do Chile no grupo de países da OCDE.

Companhias com valor de mercado acima de US\$ 60 milhões e mais de 12,5% das ações em poder dos minoritários deverão ter ao menos um conselheiro independente. Para essa vaga, não poderão ser escolhidas pessoas com qualquer vínculo comercial, empregatício, profissional, societário ou de prestação de serviços (em valores relevantes), no passado ou no presente, direto ou na forma de parentesco. Para reforçar o compromisso com a independência, a nova lei chilena exige que os profissionais assinem um juramento atestando essa condição.

A lei também capacita o comitê de conselheiros — um grupo de trabalho do board que existe no Chile com a missão de avaliar os resultados financeiros, o trabalho da auditoria e os sistemas de remuneração — para que atue fortemente em defesa dos minoritários. Os comitês devem ser compostos de três membros, sendo no mínimo um o independente, e os demais indicados por este. O presidente do conselho não poderá fazer parte do comitê, a não ser que seja independente também. Propostas apresentadas por esse grupo que não sejam aceitas pelo board deverão ser informadas à assembleia antes da votação. Os membros do comitê também passam a ter, além dos seus deveres como conselheiros, responsabilidade solidária por prejuízos causados aos acionistas e à companhia.

As reuniões do conselho deverão ser obrigatoriamente gravadas, para que qualquer conselheiro — os independentes, principalmente — possa pedir repa-

rações no conteúdo das atas das reuniões. “Temos 8 milhões de pessoas que investem em mercado de capitais por meio de fundos de previdência e 1 milhão que estão em fundos mútuos. Por isso, no Chile, vemos os direitos dos investidores como um tema de política pública”, disse Héctor Lehuedé, assessor do ministro da Fazenda, durante a conferência da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em Santiago. Convencer os empresários sobre a importância de todas as medidas implementadas, diz ele, não foi muito fácil: “Muitos não viam valor em conselheiros independentes. Custou bastante ter ao menos um.”

A nova lei também mudou as regras que disciplinam a participação dos acionistas nas assembleias-gerais, permitindo o uso de mecanismos de voto a distância. Mais disclosure passa a ser exigido com a divulgação obrigatória, via website, da ata da assembleia, dentre outras informações. O papel dos auditores também é reforçado, com a eliminação da possibilidade de que esse serviço seja prestado por pessoas físicas — agora só serão aceitas firmas — e com a obrigação de que os auditores estejam presentes na assembleia, para responder a eventuais perguntas.

A lei trata ainda das ofertas públicas para aquisição de ações — especialmente em situações de fechamento de capital — e do uso indevido de informação privilegiada. É atribuída ao conselho de administração a tarefa de prevenir os casos de negociação com dados não públicos, exigindo que cada companhia tenha uma política para evitar o problema. As mudanças vêm em boa hora. Até o bilionário empresário Sebastián Piñera, dono de um quarto da principal companhia aérea chilena, a LAN, e vencedor do primeiro turno das eleições presidenciais, em dezembro, foi acusado de “insider trading”. Ele pagou US\$ 730 mil em multa por comprar ações da LAN de posse de informações privilegiadas sobre os resultados financeiros. ■



# Momento de transformação

**P**resente na mesa durante toda a conferência, a presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Maria Helena Santana, falou da evolução do Brasil nos campos da divulgação de informações, da supervisão e das regras para participação dos acionistas em assembleias-gerais. Ela ainda compartilhou sua preocupação com o papel do regulador em situações novas vivenciadas pelo mercado brasileiro, como as ofertas de aquisição para tomada de controle. Veja os principais trechos de uma entrevista concedida à CAPITAL ABERTO ao final da conferência:

**CAPITAL ABERTO:** Como a senhora viu a posição do Brasil em relação aos outros países da AL durante o evento?

**MARIA HELENA SANTANA:** Estamos lidando com problemas novos e diferentes em nosso País. Se antes vínhamos para essas conferências e discutíamos problemas parecidos — sobre acionista controlador, disclosure, etc. —, hoje temos problemas aos quais eu não vi ninguém se referir. Por exemplo, a informação sobre quem é o verdadeiro dono das ações, um tema bastante difícil de regular.

**Ofertas de aquisição em bolsa são parte dessas novidades?**

Sim, são uma delas. Vivemos um período de transformação, e todas as mudanças trazem coisas boas e alguns riscos. Temos é que continuar trabalhando para que as coisas sejam para o bem.

**Precisamos de novas regras para as aquisições de controle em bolsa, a exemplo do que vimos no caso Vivendi/GVT?**

Estamos considerando e avaliando essa necessidade, mas ainda não temos nenhuma decisão a respeito.

**Durante sua exposição, a senhora falou que precisamos de mais informação sobre as transações das companhias...**

Se você tem operações de reorganização societária mais intrincadas, desenhadas usando mecanismos sofisticados, o nosso trabalho de identificar falhas de informação em um aviso de convocação de assembleia ou um fato relevante também fica mais complexo. É preciso verifi-

car se o que precisava ser dito foi dito, se a mensagem necessária está completa.

**Mas isso exigiria regras além das existentes hoje?**

Nós pensamos em reformular a Instrução 319 (que trata das fusões, cisões e incorporações). Acho que essa regra pode ser melhorada, não no sentido de disciplinar os assuntos truculentos, como as relações de troca de ações, mas de modo a termos mais disclosure sobre as informações.

**E como está a agenda de 2010?**

Esperamos sair logo no começo do ano com a instrução de analistas, atribuindo, entre outras coisas, mais responsabilidades à empresa que emprega o analista, no sentido de aplicar as normas legais e de manter um sistema de remuneração que não represente conflito de interesses. Depois dessa regra, teremos a instrução de intermediários, alterações tópicas na Instrução 409, e mudanças grandes para os administradores de carteira.

**O que a CVM está pensando para esses profissionais?**

Queremos criar um ônus maior sobre as estruturas das empresas, em aspectos como gestão de risco e controles sobre o compliance de normas. Mas pretendemos encontrar um equilíbrio e alguma forma de reconhecer a especialização de certos segmentos — foco em private equity, Funcine ou em varejo, por exemplo — e pensar em exigências que sejam proporcionais ao tipo de atuação, sem onerar demais atividades que não demandem tanto.

Realização

*Revista*  
**CAPITAL  
ABERTO**  
*A informação que cria valor*

Patrocínio

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

[www.capitalaberto.com.br](http://www.capitalaberto.com.br)