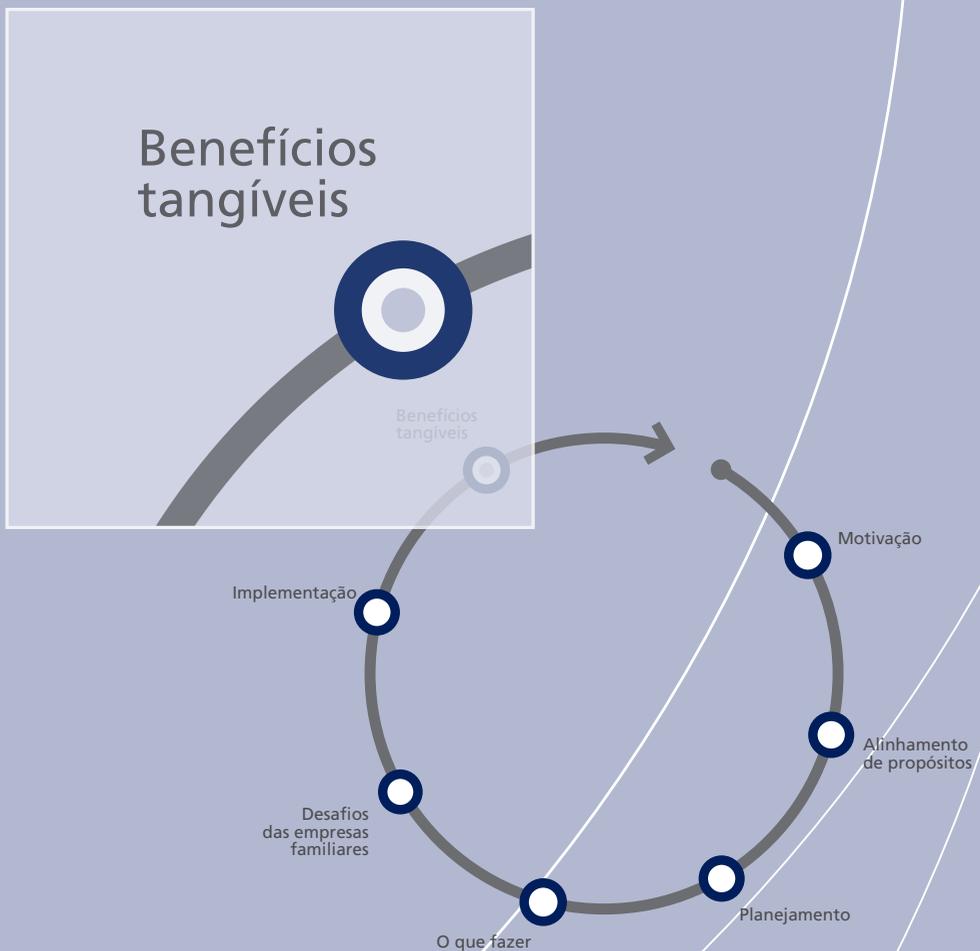


7

OS BENEFÍCIOS TANGÍVEIS DA BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA



Capítulo 7

Os benefícios tangíveis da boa governança corporativa



PRINCIPAIS MENSAGENS

As empresas acreditam no valor da boa governança corporativa. As integrantes do Círculo de Companhias, como líderes em governança corporativa na América Latina, acreditam firmemente que a boa governança contribuiu consideravelmente para o sucesso de suas empresas e que é essencial para boas perspectivas de negócios no longo prazo.

Dados empíricos confirmam a crença das empresas nos benefícios da melhoria da governança corporativa. A análise empírica realizada neste capítulo mostrou que as integrantes do Círculo de Companhias, que investiram mais em políticas e práticas de governança corporativa, produziram resultados operacionais e de mercado consideravelmente melhores do que seus pares na América Latina. Isso se reflete em níveis mais elevados de rentabilidade, múltiplos de valor das ações e liquidez, além de redução do custo de capital.

A boa governança corporativa ajuda nos bons tempos e nos tempos desfavoráveis da economia. Os resultados positivos tangíveis da boa governança corporativa são evidentes quando a economia e o mercado estão crescendo. No entanto, a boa governança corporativa também ajuda as empresas a vencer as graves consequências de uma crise econômica com mais equilíbrio, conforme evidenciado na análise durante a crise financeira global do final de 2008.

Esforços para medir o desempenho da empresa e o impacto dos aprimoramentos da governança corporativa sobre os resultados têm ganhado impulso desde a primeira vez que a questão começou a atrair mais atenção no início da década de 1990.

Toda a discussão sobre governança corporativa baseia-se na premissa de que a adoção das melhores práticas influencia positivamente o desempenho das empresas. Conforme observado no Capítulo 1, diversos benefícios resultam das boas práticas de governança corporativa, incluindo:

- › Melhores processos de tomada de decisões na alta gestão
- › Ambientes de controle mais eficazes
- › Redução no custo de capital das empresas

Para as listadas em bolsa de valores, o benefício mais comumente discutido da boa governança corporativa é o efeito sobre o valor das ações, liquidez e composição da carteira de investidores. Tais benefícios foram os principais fatores de motivação das empresas do Círculo de Companhias quando empreenderam o caminho rumo a melhorias das políticas e práticas de governança corporativa.

Este capítulo mostra as evidências de uma análise quantitativa para identificar ganhos tangíveis obtidos pelo grupo das integrantes do Círculo de Companhias,⁸⁴ quando comparadas à comunidade mais ampla das empresas latino-americanas listadas em bolsa.

A Seção 1 descreve a abordagem geral obtida nessas análises, seguida das Seções 2 e 3, que detalham os resultados com indicadores de desempenho operacional e de mercado, incluindo o custo de capital, durante períodos sustentados de crescimento.

A Seção 4 compara o desempenho das empresas do Círculo com o de outras companhias da América Latina, após o surgimento da crise financeira global de 2008, incluindo a reação do valor das ações. Aborda também a dimensão do impacto dessa crise econômica sobre o retorno das companhias que já contam com as estruturas e processos de boa governança.

O capítulo termina com o testemunho em primeira mão de líderes de empresas do Círculo de Companhias sobre o valor de sua trajetória rumo às melhores práticas de governança corporativa.

1 Abordagem geral em relação à análise comparativa

Os acadêmicos e os especialistas em governança corporativa vêm tentando, há muito tempo, identificar e demonstrar empiricamente que existe um vínculo entre as boas práticas de governança e o sucesso das empresas. Diversos estudos investigaram como características específicas de governança de uma companhia afetam sua rentabilidade, volatilidade das ações, valor das empresas e outros resultados.⁸⁵ Essas evidências levaram diversos acadêmicos e profissionais, organizações internacionais e grupos de defesa, investidores e líderes, incluindo os do Círculo de Companhias, a acreditar firmemente que a boa governança corporativa leva a benefícios tangíveis e afeta o desempenho e os resultados da empresa.

Ao mesmo tempo, não é fácil quantificar por completo e de forma inequívoca a relação entre as práticas de boa governança corporativa e o desempenho das empresas. Alguns questionam o hipotético impacto direto da governança corporativa sobre o desempenho, alegando que não há um contexto totalmente aceito para determinar como as estruturas e os processos de governança corporativa influenciam o desempenho das empresas. Entre as questões, figuram as seguintes: a complexidade envolvida na definição e mensuração da governança corporativa e a difícil caracterização do sucesso à melhoria da governança corporativa, já que esta pode não ser o único motivo para um melhor desempenho de uma determinada companhia.

Apesar das dificuldades de mensuração, é importante enfatizar que existe um reconhecimento global dos benefícios da boa governança corporativa para empresas e para mercados. Assim, a análise aqui realizada mostra que as integrantes do Círculo de Companhias apresentaram um melhor desempenho operacional e de mercado do que seus pares da América Latina nos últimos anos, uma vez que aperfeiçoaram a qualidade de sua governança corporativa. A evidência comparativa demonstra que um grupo de empresas identificadas como líderes na

⁸⁴ Nem todas as integrantes do Círculo de Companhias foram usadas em todas as análises. O Grupo Suzano é tratado como duas empresas separadas, Suzano Papel Celulose e Suzano Petroquímica, uma vez que as duas companhias foram listadas separadamente na bolsa de valores, embora tenham participado do Círculo como uma única empresa e as duas entidades tenham pertencido ao mesmo grupo de controle. A Suzano Petroquímica foi excluída dos dados de 2008, após a sua aquisição pela Petrobras em 2007. A análise não inclui a Atlas, que foi listada na Costa Rica antes da sua aquisição em 2008 pela Mabe do México, uma vez que o banco de dados da Economática® não engloba listadas do mercado de ações da Costa Rica.

⁸⁵ Ver o Capítulo 1 (página 11) para obter referências para alguns dos estudos que constataram os benefícios das melhores práticas de governança corporativa em termos de valor da empresa.

América Latina em governança corporativa, com sólidos compromissos com a melhoria da sua governança como parte importante de sua estratégia de negócios, também tem obtido um sólido sucesso em termos de desempenho financeiro e operacional em vários indicadores, quando comparado à companhia latino-americana média.

A análise examina de forma detalhada um grupo de empresas do Círculo de Companhias que investiu mais do que a média em termos de recursos e de atenção para a melhoria das estruturas e processos de governança corporativa, conforme descrito nos seis capítulos anteriores do *Guia*. Avalia também se essas organizações de fato exibem melhores indicadores de desempenho do que um amplo grupo de pares latino-americanos.

Apesar de os dados não demonstrarem necessariamente uma relação de causalidade entre boa governança corporativa e melhor desempenho, fornecem um sólido suporte à crença das catorze integrantes do Círculo de Companhias, com base em suas próprias análises, de que o aprimoramento dos padrões de governança tem gerado resultados melhores e benefícios impressionantes, incluindo os financeiros e de outras ordens.⁸⁶

1.1 Análise apresenta cinco abordagens

Para demonstrar ganhos econômicos, financeiros e tangíveis das melhores práticas de governança, foi realizada uma análise quantitativa das empresas do Círculo de Companhias, fazendo uso de cinco abordagens diferentes,⁸⁷ divididas em dois grandes grupos: indicadores operacionais e custo de capital.

GRUPO 1: Indicadores operacionais

- › Primeira abordagem: comparação de indicadores contábeis tradicionais
- › Segunda abordagem: análise do lucro econômico

GRUPO 2: Custo de capital

- › Terceira abordagem: comparação de indicadores tradicionais do mercado de ações
- › Quarta abordagem: análise do impacto de divulgações de melhorias de GC
- › Quinta abordagem: análise do retorno total das ações

A fundamentação lógica da utilização de diversas abordagens é confirmar, por meio de diferentes metodologias, a percepção das integrantes do Círculo de que auferiram melhores resultados após melhorar seus padrões de governança. A natureza diversificada do grupo, em termos de nacionalidade, tamanho, setor e estrutura de propriedade, reduz a possibilidade de que as melhorias de desempenho tenham ocorrido devido a uma característica específica, como setor, tamanho ou local.⁸⁸

⁸⁶ Não é intenção deste capítulo provar a causalidade entre as melhores práticas de governança corporativa das empresas do Círculo e seus impressionantes resultados financeiros, operacionais e do preço das ações. A análise não se baseia na seleção aleatória de amostras, e não tem controle total de outros fatores que também possam ter contribuído para o desempenho das empresas do Círculo de Companhias. Entretanto, alguns desses fatores são analisados e considerados mais adiante neste capítulo em uma revisão da robustez dos resultados, tais como diferenças em países e setores representados, tamanho e risco. Também são examinados diferentes períodos de tempo relativos tanto ao crescimento do mercado como a desacelerações para testar a aplicabilidade dos resultados.

⁸⁷ A metodologia que apoia cada abordagem é apresentada no Apêndice 5.

⁸⁸ A diversidade é um aspecto interessante do estudo de um grupo de empresas como as do Círculo. A intenção das instituições multilaterais que apoiam a iniciativa do Círculo de Companhias na busca dessa diversidade era oferecer um conjunto de experiências moldadas por diferentes contextos e condições, permitindo assim que o Círculo sirva como uma referência para um maior número de empresas latino-americanas. Essa condição é apropriada para uma análise da relação entre boa governança corporativa e bons resultados.

2 Impacto da governança corporativa sobre indicadores operacionais

Muitos estudos argumentam que as melhores práticas de governança corporativa traduzem-se em mais acesso a capital e a financiamentos, o que resulta em um custo de capital mais baixo.⁸⁹ Contudo, uma vez que um melhor modelo de governança corporativa pode ajudar as empresas a tomar melhores decisões estratégicas e de negócios, também é razoável argumentar que companhias melhor governadas alcançam resultados operacionais melhores, conforme descrito a seguir. Esse benefício potencial é importante, já que se aplica a empresas listadas e não-listadas, enquanto o maior valor das ações se aplica somente àquelas listadas.

2.1 Comparação de indicadores contábeis tradicionais

Nesse primeiro grupo de análises, são apresentados os resultados de uma comparação das empresas do Círculo de Companhias com seus pares da América Latina. Inicialmente, a comparação é feita usando indicadores contábeis tradicionais. Essa análise compara indicadores operacionais selecionados das integrantes do Círculo de Companhias com a média de todas as listadas da América Latina. Para evitar distorções de curto prazo, o indicador médio de cada empresa foi calculado para um período de três anos (2005 a 2007).⁹⁰

A ideia é verificar se as companhias com melhores padrões de governança corporativa, representadas pelas empresas do Círculo de Companhias, apresentam resultados operacionais consistentemente melhores do que a empresa mediana no mercado. Foram escolhidos seis indicadores comuns e relevantes:

- › Duas medidas de rentabilidade:
 - + ROE — Retorno sobre o Patrimônio (lucro líquido/patrimônio líquido)
 - + Margem EBITDA⁹¹ — (EBITDA/receita operacional)
- › Uma medida de distribuição de dividendos:
 - + Índice de Pagamento de Dividendos (dividendos por ação/lucro por ação)
- › Duas medidas de solvência do negócio no curto prazo:
 - + Índice de Liquidez Corrente (ativo circulante/passivo circulante)
 - + Índice de Solvência (EBIT⁹²/despesas com juros)
- › Uma medida de alavancagem financeira:
 - + Índice de Endividamento (dívidas de curto + longo prazos/total de ativos)

Após reunir dados de todas as empresas do Círculo de Companhias e de 1.078 empresas listadas da América Latina, os resultados são apresentados no Gráfico 1 a seguir.⁹³

⁸⁹ Ver o Capítulo 1 (página 11) para obter referências para alguns dos estudos que constataram os benefícios das melhores práticas de governança corporativa em termos de custos de capital bem como valor da empresa.

⁹⁰ Para essa análise, foi escolhido um período relativamente recente, correspondente ao período durante o qual o Círculo de Companhias foi criado e muitas melhorias da governança corporativa foram realizadas pelas empresas do Círculo. Contudo, outros períodos foram escolhidos para outras análises posteriormente neste capítulo para considerar como o desempenho pode ter variado durante um período mais longo.

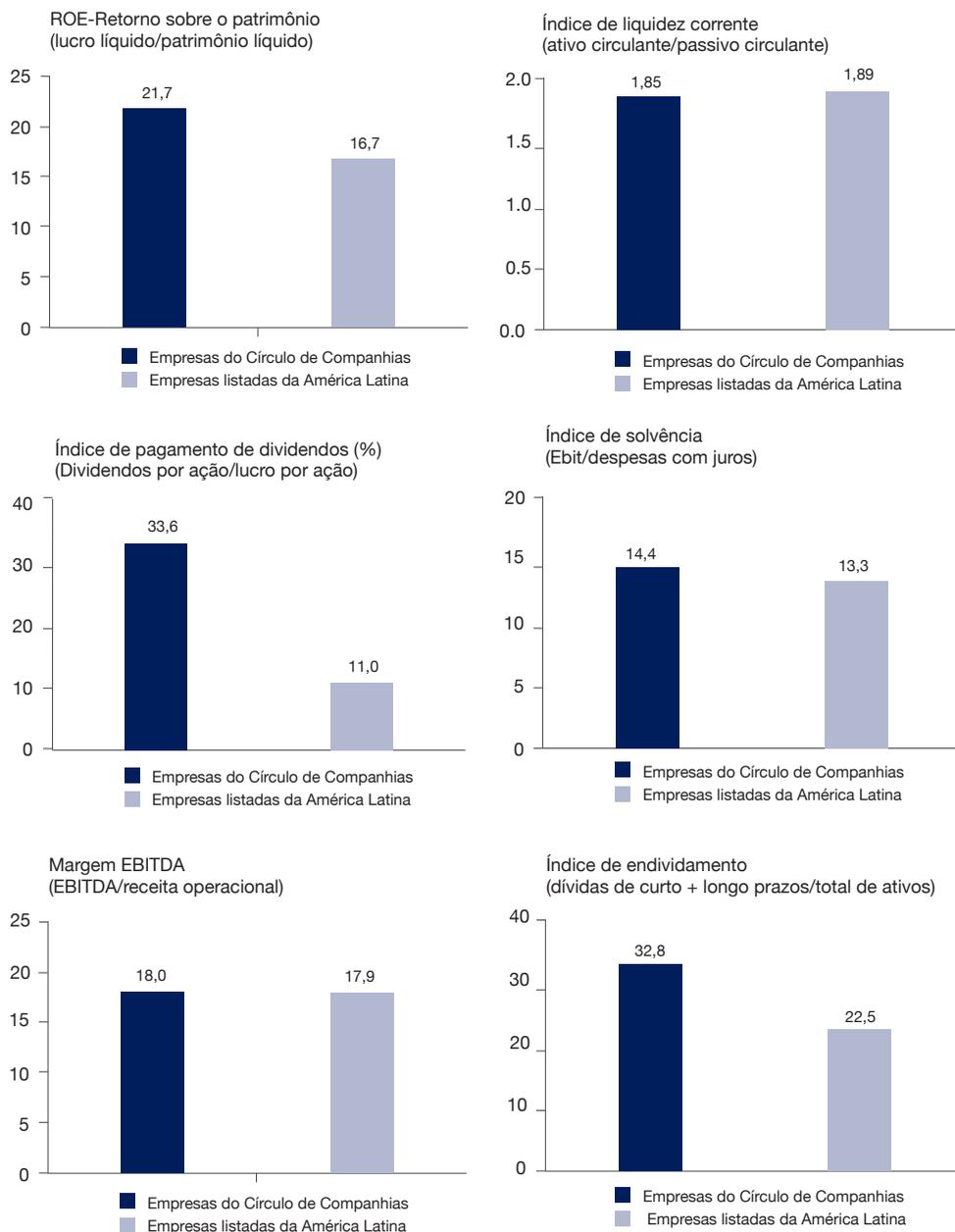
⁹¹ EBITDA sigla em inglês para Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (Lucros antes da dedução de juros, impostos, desvalorização e amortização). É uma forma muito usada de medir a rentabilidade das empresas. Alguns analistas também usam essa medida como substituta para o fluxo de caixa gerado pelas empresas.

⁹² EBIT sigla em inglês para Earnings Before Interest and Taxes (Lucros antes da dedução de juros e impostos). É uma medida muito usada do poder aquisitivo da empresa a partir de operações em andamento.

⁹³ O grupo de pares consiste em todas as empresas latino-americanas com ações negociadas de 2005 a 2007. Os dados foram coletados da Economatica[®], um banco de dados eletrônico focado em companhias latino-americanas. Mais detalhes sobre a metodologia estão contidos no Apêndice 5.

Gráfico 1 – Comparação de indicadores operacionais selecionados

Membros do Círculo de Companhias comparados às 1.078 empresas latino-americanas listadas, usando resultados médios dos dois grupos para o período entre 2005 e 2007.



Em linha com o argumento de que a boa governança corporativa vale a pena, o Gráfico 1 mostra que o grupo de companhias do Círculo produziu resultados operacionais melhores em termos de rentabilidade, conforme observado pelo ROE, do que seus pares latino-americanos. Especificamente, mostraram um ROE médio de 21,7% nos três anos de 2005 a 2007, comparado a um ROE médio de 16,7% por parte do amplo grupo de empresas latino-americanas no mesmo período.

Dois resultados adicionais merecem destaque:⁹⁴

- As empresas do Círculo de Companhias pagaram mais dividendos em relação ao seu lucro, conforme mostrado pelo gráfico do Índice de Pagamento. Elas distribuíram em média cerca de 34% dos lucros por ação, contra apenas 11% por parte de todas as empresas latino-americanas. Embora não esteja claro que pagamentos de dividendos mais altos sejam necessariamente melhores para investidores (uma vez que dividendos mais altos estejam às vezes vinculados a ações preferenciais com direitos restritos dos acionistas), muitos investidores preferem fluxos de caixa maiores sob a forma de dividendos. Isto pode também aumentar o apelo das ações da empresa, atraindo mais investidores.
- As integrantes do Círculo de Companhias são mais avançadas financeiramente do que o grupo de empresas latino-americanas, conforme mostrado pelo Índice de Endividamento de 32,8%, comparado aos 22,5% do amplo grupo da comparação. Do mesmo modo que os resultados do Índice de Pagamento de Dividendos, isso também pode ser considerado um indicador positivo: historicamente, as empresas latino-americanas têm sido deficientemente avançadas, principalmente no longo prazo, devido à falta de acesso a crédito a custos razoáveis. Assim, pode-se argumentar que proporções maiores de endividamento de longo prazo sinalizam que essas empresas têm mais condições de acessar mercados de dívidas de longo prazo ou financiamento bancário a custos razoáveis. Por outro lado, empresas com mais alavancagem podem incorrer em maiores riscos de insolvência, principalmente em momentos de grande estresse no mercado de crédito, uma vez que dependem da capacidade de emitir novas dívidas ou de gerar fluxos de caixa constantes para amortizar o serviço da dívida.⁹⁵

2.2 A segunda abordagem: análise do lucro econômico mostra resultados positivos

Uma vez que a adoção das melhores práticas de governança corporativa pode melhorar os processos de tomada de decisões na alta gestão e reduzir o custo de capital, existe uma boa probabilidade de que as companhias melhor administradas possam criar mais valor para o acionista por meio de melhores resultados operacionais. Como resultado, os investidores de longo prazo desejam saber quanto valor econômico as empresas que receberam seus aportes estão criando ou destruindo.

Uma medida especialmente desenvolvida do lucro econômico de todas as empresas de 1995 a 2008⁹⁶ identifica o valor econômico criado ou destruído pelas integrantes do Círculo de Companhias e seus pares latino-americanos durante um longo período. A análise compara a evolução do lucro econômico anual, uma versão simplificada de EVA[®],⁹⁷ das empresas do Círculo de Companhias com os indicadores médios das empresas latino-americanas de 1995 a 2008. Uma vez que as companhias do Círculo melhoraram consideravelmente suas práticas de governança corporativa durante o período, é possível investigar se as empresas também

⁹⁴ Para os outros três indicadores, sobre a margem EBITDA e solvência no curto prazo (índices de liquidez e de solvência), foi observada somente uma diferença ligeiramente mais alta, mas estatisticamente insignificante para as empresas do Círculo de Companhias em comparação a seus pares latino-americanos, o que não permite uma conclusão clara de que esse grupo exibiu melhores resultados sobre esses indicadores.

⁹⁵ Esse resultado pode ser devido a um melhor acesso aos mercados de títulos e/ou aos bancos pelas empresas do Círculo de Companhias e não a outras dificuldades financeiras.

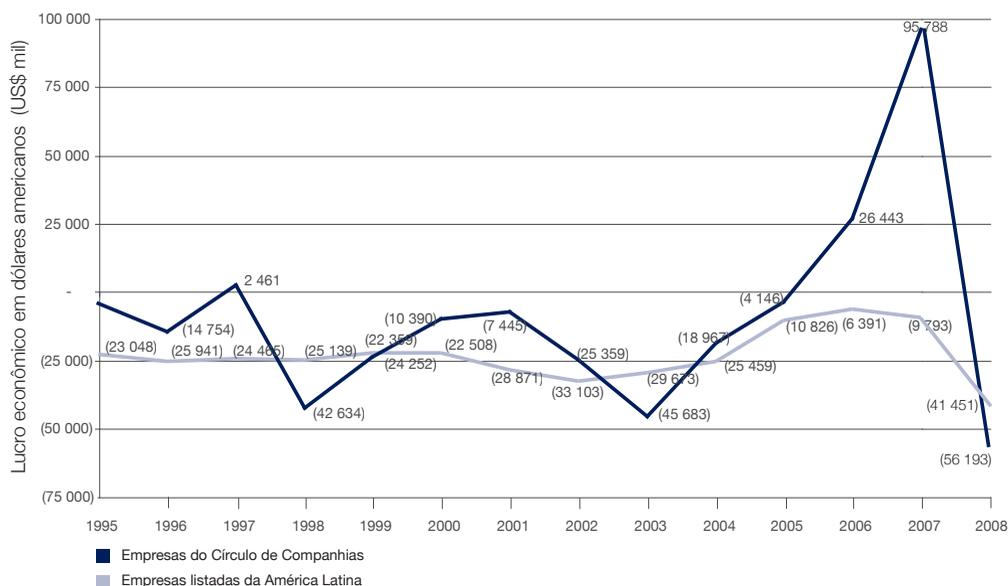
⁹⁶ Esse período foi escolhido principalmente por duas razões: durante esse período ocorreram melhorias na governança corporativa das empresas do Círculo de Companhias que reduziram a inflação, permitindo análises mais realistas, principalmente dos dados brasileiros.

⁹⁷ Ver o Glossário para obter uma definição mais completa do EVA[®], sigla em inglês para Economic Value Added (Valor Econômico Adicionado).

aumentaram sua geração de riqueza durante o período em que melhoraram suas práticas de governança corporativa.⁹⁶ Os resultados são apresentados no Gráfico 2 a seguir.

Gráfico 2 – Lucros econômicos, 1995 a 2008

Evolução do lucro econômico anual (uma versão simplificada de EVA[®]) das integrantes do Círculo de Companhias, comparada ao lucro das 1.078 empresas latino-americanas listadas, usando resultados médios dos dois grupos para o período entre 1995 e 2008.



O custo de capital pode influenciar resultados. O Gráfico 2 mostra que as empresas da região, incluindo as do Círculo, apresentaram um resultado geral negativo na criação de valor durante o período de dez anos de 1995 a 2004. Isso provavelmente foi causado pelo custo mais elevado de capital na América Latina. Contudo, a redução do custo de capital nos anos seguintes por causa da estabilidade financeira relativa da região parece ter contribuído para uma mudança do quadro. Uma análise do período entre 2006 e 2007 revela que as empresas do Círculo de Companhias parecem mais bem preparadas, com a criação de um valor adicionado de cerca de US\$ 122 milhões entre 2006 e 2007, comparado à destruição geral de valor de cerca de US\$ 16 milhões para o grupo representante de todas as empresas latino-americanas durante o mesmo período. A crise financeira global de 2008 parece ter impactado todas as empresas da região, com uma destruição média do valor econômico de cerca de US\$ 41 milhões para o grupo das listadas latino-americanas, comparado a uma destruição média de valor de US\$ 56 milhões para as do Círculo.

A aparente maior volatilidade de lucro econômico no grupo do Círculo de Companhias, com extremos maiores para os resultados positivos e negativos, pode ser o resultado de dois fatores: a exclusão de valores discrepantes (valores extremos) do grupo com todas as empresas latino-americanas e o fato de as do Círculo de Companhias serem um grupo consideravelmente menor.

⁹⁶ Deve-se observar que o indicador de lucro econômico tem uma vantagem sobre os coeficientes contábeis tradicionais (usados na primeira abordagem) ao considerar tanto o custo de capital da oportunidade como o montante alocado na empresa pelos investidores.

De modo geral, a segunda análise mostra que as companhias do Círculo destruíram menos valor quando as condições macroeconômicas na América Latina eram mais adversas até 2004; criaram mais valor quando a região se tornou um ambiente econômico e de negócios mais estável durante o período de rápido crescimento entre 2005 e 2007; e sofreram uma destruição de valor econômico da mesma magnitude de seus pares latino-americanos após o surgimento da crise financeira global em 2008.

3 Impacto da governança corporativa no custo de capital

Neste segundo grupo, o foco das análises recai sobre o componente crucial da competitividade de qualquer empresa: o custo de capital. O acesso a um custo menor de capital gera imediatamente dois benefícios: um aumento no valor de mercado da companhia e conseqüente incremento da riqueza dos acionistas; e um aumento no número de projetos viáveis a ser realizados pelas empresas, uma vez que a taxa mínima de rentabilidade exigida da empresa é reduzida.

3.1 Comparação de indicadores tradicionais do mercado de ações

Esta seção apresenta uma comparação entre as empresas do Círculo de Companhias e as demais latino-americanas, usando indicadores tradicionais do mercado de ações — a terceira abordagem analítica aplicada. Aqui, indicadores selecionados de mercado das catorze companhias do Círculo são comparados a indicadores médios de todas as empresas listadas da América Latina. Semelhante à primeira abordagem apresentada na Seção 2, o indicador médio de cada empresa é calculado por três anos, de 2005 a 2007 a fim de evitar distorções a curto prazo.

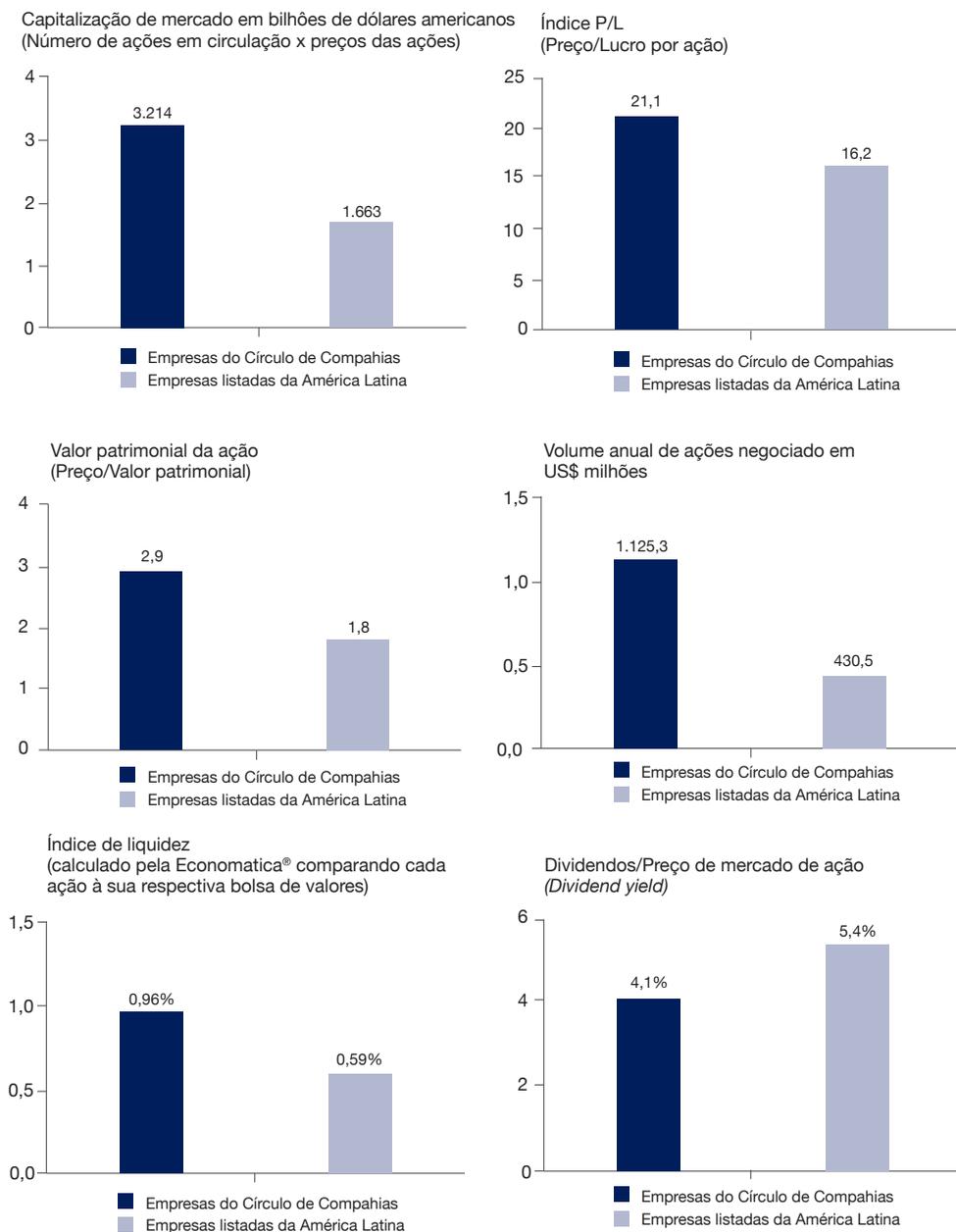
A ideia aqui é verificar se as empresas com melhores padrões de governança corporativa, conforme representado pelas do Círculo de Companhias, exibem melhores indicadores do mercado de ações do que a média latino-americana. Seis indicadores relevantes e comumente usados foram escolhidos:

- › Uma medida de valor absoluto:
 - + Capitalização de mercado (número de ações em circulação x preço das ações)
- › Duas medidas de valor relativo:
 - + Índice P/L — Preço/Lucro por ação
 - + Preço/Valor Patrimonial por ação
- › Duas medidas de liquidez de ações:
 - + Volume diário de ações negociadas
 - + Índice de liquidez (calculado pela respectiva bolsa de valores)
- › Uma medida de rendimento das ações exclusivamente devido a dividendos recebidos no ano:
 - + Dividendos/preço de mercado da ação (*dividend yield*)

Os resultados são apresentados no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Comparação de indicadores selecionados do mercado

Comparação de indicadores selecionados do mercado das empresas do Círculo de Companhias e das 1.078 listadas latino-americanas, usando os resultados médios dos dois grupos para o período entre 2005 e 2007. Os números referem-se à média de três anos para cada grupo.



Os resultados do Gráfico 3 destacam o valor da boa governança corporativa: o grupo de companhias do Círculo produziu indicadores de mercado consideravelmente melhores do que o grupo de todas as listadas latino-americanas em termos de valor relativo e liquidez de ações. Dois resultados se destacam:

Em média, as empresas do Círculo são negociadas com múltiplos de valor das ações mais elevados do que a média das empresas latino-americanas, indicando uma melhor “percepção de valor” por parte dos investidores. Em média, as ações são negociadas 21 vezes os lucros por ação, comparadas a cerca de 16 vezes os lucros das outras empresas latino-americanas. Além disso, as ações valem cerca de 2,9 vezes seu valor patrimonial, comparadas a apenas 1,8 vez dos pares latino-americanos. Os resultados mostram claramente que os investidores valorizam as ações das companhias do Círculo mais do que as das empresas médias.

As empresas do Círculo de Companhias também têm maior liquidez de suas ações, outro ponto fundamental que os investidores levam em consideração. O índice de liquidez das suas ações é cerca do dobro do índice para os pares latino-americanos.

Interpretação de resultados dos dividendos/preço de mercado de ação (*dividend yield*).

O indicador final de *dividend yield* requer uma análise mais detalhada: as ações das empresas do Círculo de Companhias apresentam um rendimento menor, provavelmente devido ao cálculo do indicador, que leva em conta os dividendos pagos no período dividido pelo preço inicial das ações.

Uma vez que o rendimento total de uma ação depende não apenas do *dividend yield*, mas também da valorização da ação (o aumento de preço do papel) e lembrando que os preços das ações das empresas do Círculo aumentaram mais rápido nesse período, é possível que o rendimento geral para os investidores tenha sido maior para as integrantes do Círculo (apesar de terem tido um menor *dividend yield*). Além disso, algumas empresas oferecem rendimentos maiores de dividendos para ações sem direito a voto, como uma remuneração extra pelos direitos mais restritos dos acionistas minoritários. Assim, dividendos maiores em alguns casos podem ser inversamente correlacionados a alguns aspectos de qualidade de governança corporativa.

3.2 Análise do impacto de divulgações de melhorias de governança corporativa

Quando as empresas divulgam que possuem ou que melhorarão seus padrões de governança corporativa, efetuando uma listagem cruzada nas bolsas de valores com requisitos mais exigentes, contratando conselheiros independentes e diretores executivos não familiares, além de adotar medidas de melhoria da governança corporativa em larga escala, entre outras iniciativas, é razoável esperar que seus negócios ficarão melhores no longo prazo. Como resultado, deveria haver uma reação imediata e positiva no preço das ações, logo após a divulgação das boas notícias.

Essa quarta abordagem, de análise do impacto da boa governança corporativa, considera o efeito de divulgações inesperadas das melhorias das práticas de governança corporativa sobre os preços das ações. É uma análise denominada de estudo de evento, usando divulgações de melhorias relevantes na governança corporativa das integrantes do Círculo de Companhias.

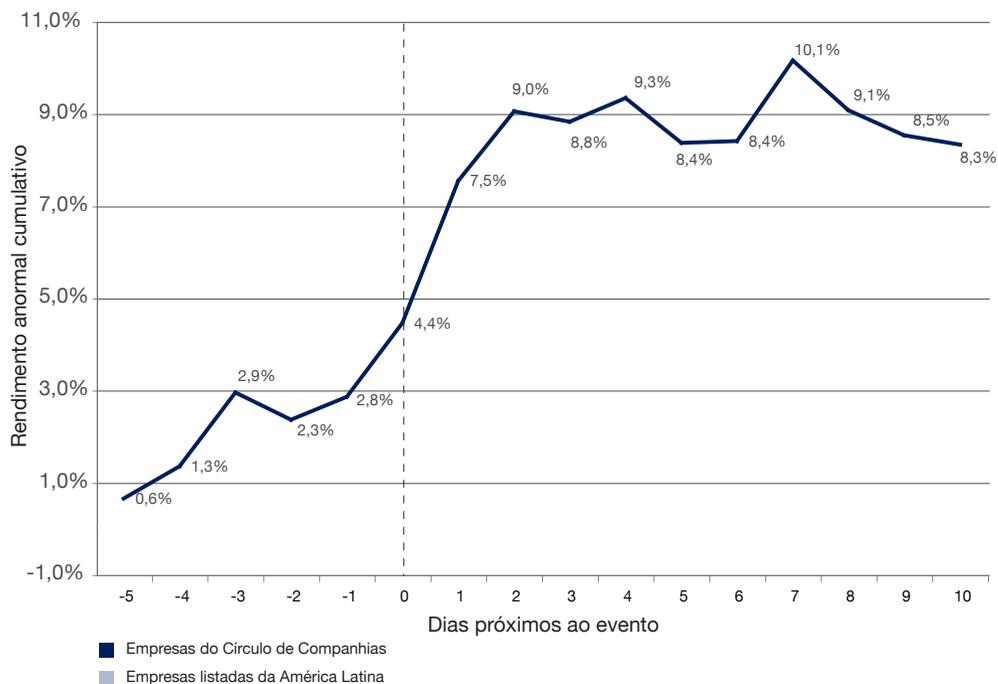
A ideia aqui é verificar se as companhias atingiram rendimentos positivos substanciais durante o período da divulgação de melhorias de governança corporativa, denominado “janela de eventos.”⁹⁹ Essa é provavelmente a medida de maior confiança no impacto real e causal da governança corporativa sobre o valor das empresas.

⁹⁹ Foi aplicada a metodologia de estudo de eventos elaborada por Campbell et al (1997). Essa metodologia é bem conhecida e aceita nos meios acadêmicos.

Para esta análise, doze divulgações separadas de mudanças qualificadoras de melhorias substanciais de governança corporativa foram obtidas e analisadas em termos de impacto. O Gráfico 4 exibe os resultados agregados. Para obter mais informações sobre as notícias individuais, incluindo a redação integral das divulgações, datas e empresas emissoras das liberações, consulte o Apêndice 5.

Gráfico 4 – Rendimento anormal médio cumulativo

Estudo de eventos que analisa o impacto de doze divulgações inesperadas de melhorias das práticas de governança corporativa sobre os preços das ações das empresas do Círculo.



Reação positiva do mercado. Uma análise do Gráfico 4 mostra que a reação do mercado, após a divulgação das melhorias de governança corporativa, é extremamente positiva: em média, as empresas do Círculo de Companhias experimentaram um rendimento anormal¹⁰⁰ positivo de cerca de 8%, após a divulgação de tais novidades na mídia. Isso demonstra claramente que o mercado recebe com satisfação e valoriza melhorias nas práticas de governança corporativa, com uma disposição imediata de pagar um preço mais alto pelas ações.



Para consideração

As empresas do Círculo de Companhias adicionaram cerca de 8% a seu valor de mercado, comunicando publicamente melhorias nas estruturas e processos de governança corporativa.

¹⁰⁰ O termo "anormal" significa a apreciação das ações durante o período, descontados o rendimento do mercado e o rendimento esperado nos mesmos dias.

3.3 O resultado final: análise do retorno total das ações

Esta abordagem final abrange o resultado final dos investidores no mercado de ações: total de rendimento das ações. Especificamente, essa abordagem investiga se as ações das empresas do Círculo de Companhias geram um rendimento maior no longo prazo em comparação a dois padrões de referência diferentes: todas as latino-americanas listadas e o grupo de companhias da América Latina com ADRs emitidos no mercado dos Estados Unidos.

Do ponto de vista dos investidores, é importante determinar se investimentos em uma carteira de empresas com melhores práticas de governança corporativa teriam produzido rendimentos maiores no longo prazo do que em carteiras diferentes. A hipótese é que aquelas com melhores práticas de governança corporativa serão uma melhor opção de investimento para acionistas, produzindo rendimentos anuais maiores em termos de ações. Para explorar essa hipótese, dois gráficos, analisando a evolução dos rendimentos anuais combinados de uma carteira hipotética do Círculo de Companhias, igualmente ponderados entre as empresas, foram criados em comparação aos dois padrões de referência acima especificados. Os resultados são apresentados nos Gráficos 5a e 5b.

Resultados surpreendentes. Os resultados apresentados nos Gráficos 5a e 5b são surpreendentes: um investimento individual de US\$ 1 em uma carteira com ações de todas as empresas do Círculo em 31 de dezembro de 1997 teria conseguido rendimentos excepcionalmente mais altos onze anos depois, mesmo depois do surgimento da atual crise financeira global em 2008, comparado a um investimento em qualquer outra carteira.

Especificamente, US\$ 1 investido na “Carteira do Círculo de Companhias” hipotética teria resultado em US\$ 15,45 no final de 2008, um rendimento acumulado de 1.445%. Compare esse rendimento aos US\$ 3,41 ganhos em uma carteira com todas as empresas latino-americanas e aos US\$ 2,32 em uma carteira composta de emissores latino-americanos de ADRs.¹⁰¹



Para consideração

De modo geral, os investidores que compraram ações das empresas do Círculo de Companhias, em 31 de dezembro de 1997, teriam, em 31 de dezembro de 2008, uma posição de capital no valor de:

- Cinco vezes mais do que um investimento semelhante em todas as empresas latino-americanas
- Seis vezes mais do que um investimento semelhante em empresas latino-americanas com ADRs nos mercados dos Estados Unidos

O crescimento mais lento em valores de ações de emissores de ADRs, um grupo de empresas que é obrigado a seguir requisitos mais rígidos de governança corporativa e de divul-

¹⁰¹ Como algumas companhias do Círculo apresentaram rendimentos de ações extremos (tanto altos como baixos) em determinados anos, foram feitos dois testes adicionais: um, excluindo as ações do Círculo de Companhias com os rendimentos mais altos e mais baixos em cada ano, e outro, excluindo as empresas do Círculo com rendimentos combinados mais altos e mais baixos durante todo o período. Em ambos os casos, a carteira com as empresas do Círculo ainda forneceu rendimentos de ações bem superiores. Finalmente, foi feita uma análise de 2002 a 2008, excluindo o período de 1998 a 2001, quando foram identificados diversos rendimentos de ações extremos tanto das empresas do Círculo como dos seus pares latino-americanos. Mais uma vez, os resultados permaneceram essencialmente os mesmos.

Gráfico 5a — Retornos anuais compostos, 1998 a 2008

Rendimentos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias, comparados a uma carteira igualmente ponderada das 1.073 empresas latino-americanas listadas entre 1998 e 2008.

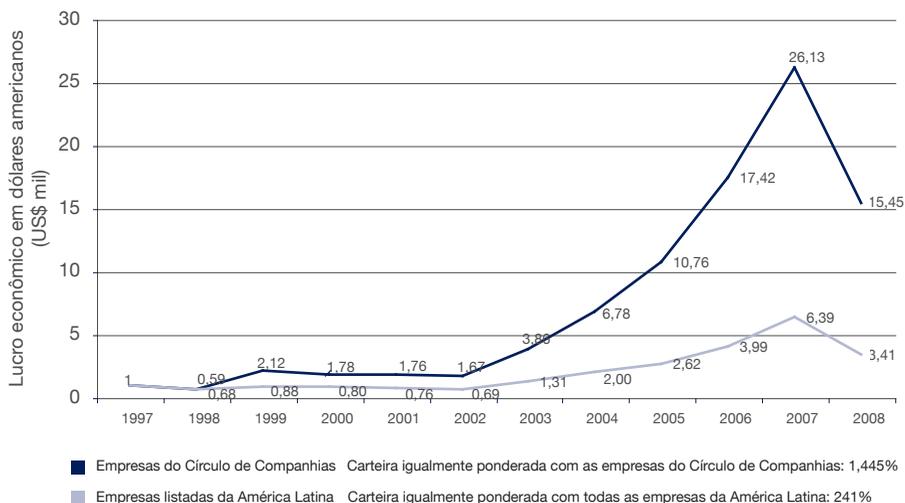
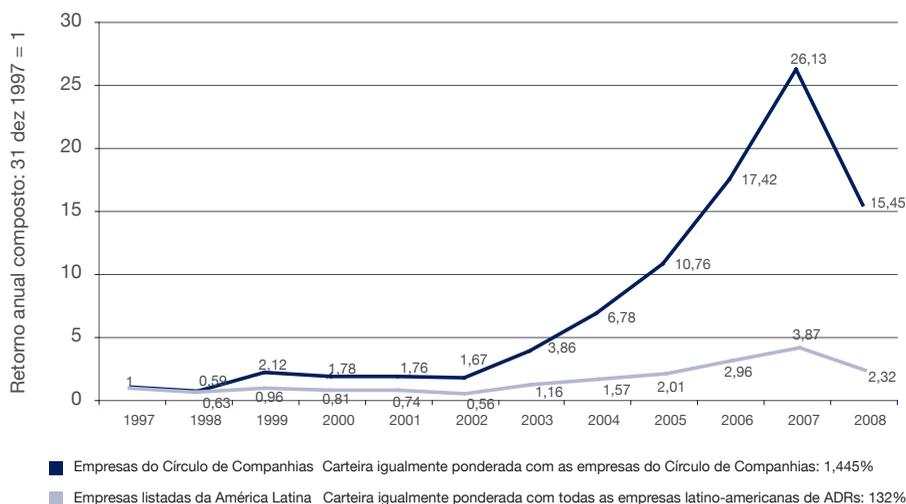


Gráfico 5b — Retornos anuais compostos: 1998 a 2008 Empresas do Círculo de Companhias x Empresas latino-americanas emissoras de ADRs

Rendimentos anuais compostos de ações das empresas do Círculo de Companhias, comparados a uma carteira igualmente ponderada de todas as 113 empresas latino-americanas com ADRs entre 1997 e 2008



gação de informações do que a média das latino-americanas listadas, pode ser explicado pelo fato de os emissores latino-americanos de ADRs estarem entre as maiores companhias latino-americanas listadas e há mais tempo estabelecidas. Em muitos casos, essas empresas foram obrigadas a adotar práticas mais rígidas antes de efetuar uma listagem cruzada de suas ações e, assim, podem ter recebido rendimentos referentes às melhorias logo no início, deixando menos espaço para ganhos adicionais durante o período sob análise.

Por outro lado, as empresas do Círculo aprimoraram seus padrões de governança corporativa durante o período sob análise, incluindo muitas melhorias que ultrapassam os requisitos associados à governança corporativa de emissores de ADRs. Isso pode ser um motivo para os rendimentos superiores de suas ações, quando comparados aos emissores de ADRs. Outra possibilidade é que os emissores de ADRs eram empresas com um rendimento previsto menor, uma vez que foram consideradas de menor risco. Se esse fosse o caso, um rendimento total absoluto menor não significaria necessariamente um rendimento ajustado a um risco menor. Essa possibilidade é examinada mais adiante neste capítulo.

3.4 Qual é o grau de robustez dos resultados?

Conforme observado na primeira seção deste capítulo, pode-se questionar sobre a robustez dos resultados, isto é, se as empresas do Círculo de Companhias são suficientemente representativas das companhias latino-americanas ou se são diretamente comparáveis ao conjunto mais amplo das latino-americanas listadas.

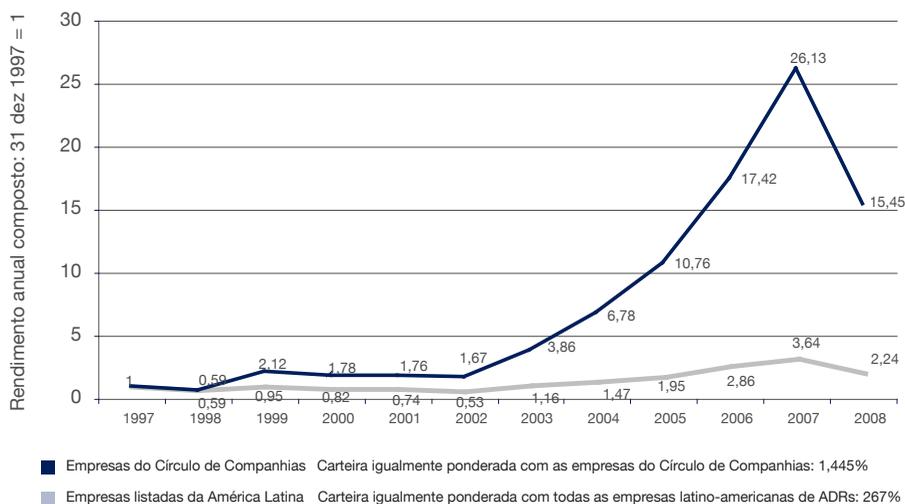
Como exemplo, oito das catorze empresas do Círculo têm sede no Brasil, país cujos fatores como riscos e tendências econômicas específicas podem contribuir para retornos e resultados operacionais diferenciados. Para responder a esta possibilidade, foram realizados testes adicionais de robustez dos resultados levando em conta dois possíveis vieses:

- A ponderação/peso diferenciado dos países nas diferentes carteiras; e, a
- A desconsideração dos diferentes riscos associados a cada carteira

Teste de robustez ponderando o peso dos países. Na primeira análise de robustez, ajustou-se a carteira latino-americana ao peso dos países representados na carteira do Círculo de Companhias. Como exemplo, em 2005, as empresas brasileiras representaram 64,3% do número total das integrantes do Círculo com dados disponíveis. O mesmo peso de 64,3% foi então atribuído às empresas brasileiras nas duas carteiras de comparação para a análise de dados de 2005. O Gráfico 5c mostra os resultados comparativos após esses ajustes.

Gráfico 5c — Retornos anuais compostos: Análise ponderada por país das empresas do Círculo de Companhias em comparação às latino-americanas de 1998 a 2008

Retorno anual composto de ações das empresas do Círculo de Companhias comparado a uma carteira equivalente ponderada por país com 1.073 listadas da América Latina, de 1998 a 2008



Com base nos dados fornecidos no Gráfico 5c, fica claro que os resultados superiores da carteira das empresas integrantes do Círculo de Companhias permanecem inalterados após o ajuste da carteira composta por todas as empresas da América Latina por um peso igual por país. Os resultados em comparação com as companhias emissoras de ADRs revelam um efeito semelhante. Com isso, pode-se concluir que os retornos mais altos da carteira do Círculo de Companhias não são causados por variações diferenciadas na ponderação dos países nas duas carteiras.

Teste de robustez ajustando pelo risco. A outra possível fonte de viés refere-se aos riscos potencialmente diferentes das empresas pertencentes a cada carteira. Para os investidores, a avaliação do retorno em função dos riscos assumidos é fundamental. Neste sentido, a literatura financeira desenvolveu as medidas de retorno de ações conhecidas como “ajustadas ao risco”, que permitem a comparação entre ações voláteis e as de riscos mais baixos. Três medidas ajustadas ao risco se destacam na literatura e são amplamente usadas pelos profissionais do mercado.¹⁰²

Os resultados dessa análise indicam que a carteira das empresas do Círculo de Companhias apresentou medidas médias globais de retorno ajustado ao risco mais altas do que a carteira com os pares da América Latina no período de 1998 a 2008. Os resultados na comparação com o conjunto de empresas emissoras de ADRs foram qualitativamente os mesmos. Mais uma vez, os resultados reforçam a idéia de que a carteira das empresas do Círculo teve retornos superiores aos das carteiras da concorrência no período de onze anos da análise.

O Alfa de Jensen, uma medida do retorno “extra” que o investidor recebe ao investir em um determinado ativo ou carteira, oferece uma perspectiva interessante sobre esta questão. O valor médio de 17,1% da carteira do Círculo indica que houve um retorno “extra” anual deste percentual, depois de descontado o rendimento “justo” que o investidor deveria ter ganho em função dos riscos incorridos. Por outro lado, para a ampla carteira com todas as empresas latino-americanas, esse retorno “extra” ficou, em média, perto de zero, indicando um rendimento efetivo semelhante ao do retorno esperado e “justo”.

4 Benefícios da boa governança corporativa durante a crise financeira do final de 2008

Boas práticas de governança corporativa são tão importantes para diferenciar o desempenho das empresas durante períodos de desaceleração do mercado como em períodos de rápido crescimento. Para avaliar essa proposição, esta seção analisa o desempenho das empresas do Círculo em comparação aos seus pares latino-americanos durante o surgimento da crise financeira do final de 2008.

4.1 Comparação dos indicadores operacionais e de mercado

O teste dos benefícios da boa governança corporativa durante a desaceleração começa com a comparação dos resultados operacionais das integrantes do Círculo aos das outras empresas latino-americanas no final de 2008. Da mesma forma que as comparações feitas na primeira e na terceira abordagens, mostradas nos Gráficos 1 e 3, o foco está centrado em se os resultados dos anos de 2005 a 2007 se mantêm durante um período mais turbulento.

Os Gráficos 6a e 6b analisam seis indicadores operacionais e de mercado, revelando um desempenho superior e uma maior imunidade em relação a choques do mercado no grupo de empresas do Círculo. O Gráfico 6a mostra os resultados relativos de cinco indicadores operacionais selecionados.¹⁰³

¹⁰² Os três índices usados são o Índice de Sharpe, o Índice de Treynor e o Alfa de Jensen.

¹⁰³ Não foi possível calcular o índice de pagamento para o ano de 2008, uma vez que as empresas só liberaram seus dividendos por ação no final de abril de 2009.

Gráfico 6a — Comparação do desempenho de mercado da carteira das empresas do Círculo de Companhias ao desempenho das empresas latino-americanas, 2008

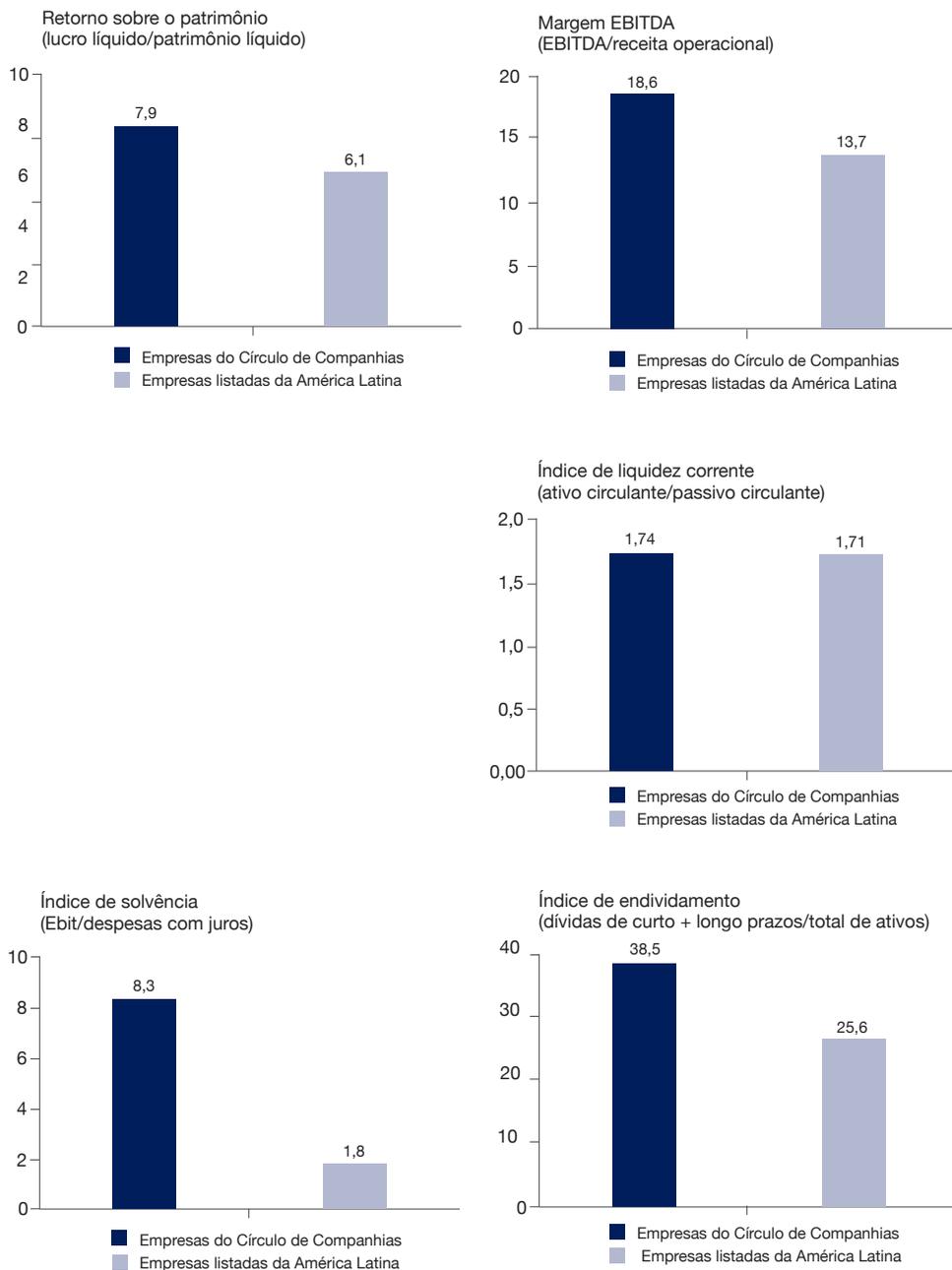
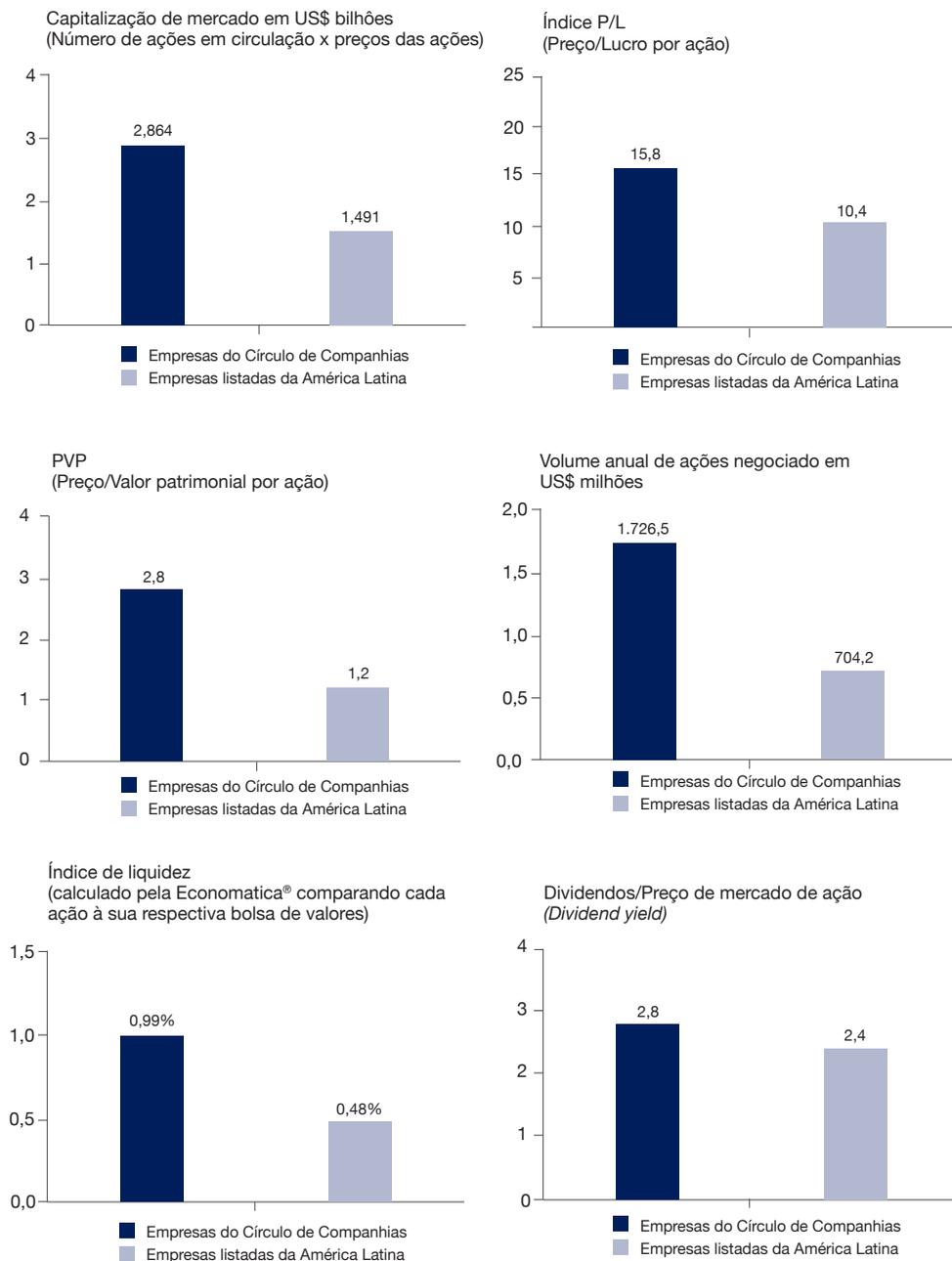


Gráfico 6b — Comparação do desempenho operacional da carteira das empresas do Círculo de Companhias ao desempenho das empresas latino-americanas, 2008

Comparação de indicadores de mercado selecionados para as empresas do Círculo de Companhias e para 1.073 listadas latino-americanas, usando os resultados médios dos dois grupos no final de 2008.



As informações do Gráfico 6a destacam o fato de que, apesar da emergência da crise financeira global na segunda metade de 2008, o panorama geral dos indicadores em favor das empresas do Círculo permaneceu o mesmo do Gráfico 1 para os anos de 2005 a 2007. Mais uma vez, as integrantes do Círculo mostraram um retorno sobre o patrimônio líquido superior aos dos seus equivalentes latino-americanos (7,9% em comparação a 5,1%). Também exibiram uma margem EBITDA superior (18,6% em comparação com 13,7%) e um melhor índice de solvência (8,3 em comparação a 1,8) — de especial importância durante tempos turbulentos como os de 2008. Assim como os resultados do Gráfico 1, os dois grupos mostraram o mesmo índice de liquidez corrente e as empresas do Círculo apresentaram um índice de endividamento mais alto.

O Gráfico 6b reforça a opinião de que a crise financeira global não alterou substancialmente o panorama geral — os indicadores continuam a favorecer as empresas do Círculo. Além disso, o grupo do Círculo expandiu sua liderança nos índices de Preço/Lucro por ação e nos coeficientes de Preço/Valor patrimonial por ação em comparação com os resultados do Gráfico 3 de 2005–2007. Esses resultados indicam que os investidores percebem que as empresas do Círculo de Companhias oferecem melhor valor do que o amplo grupo de comparação em um período de depressão do mercado. A comparação dos Dividendos/Preço de mercado de ação (*dividend yield*) também é interessante: as empresas do Círculo de Companhias demonstraram uma redução significativamente menor no preço de mercado da ação do que o grupo mais amplo.

4.2 Análise da reação do mercado às ações das empresas do Círculo em 2008

Alguns pesquisadores acadêmicos investigam a relação entre a sustentabilidade de um desempenho superior das ações durante um período de desaceleração e as boas práticas de governança. A grande maioria desses trabalhos obteve evidências favoráveis a tal ligação, indicando que as boas práticas de governança são um fator determinante para explicar o melhor comportamento das ações durante as crises financeiras.¹⁰⁴

Nesta seção, também comparamos o desempenho das integrantes do Círculo ao desempenho de todas as empresas latino-americanas após um choque econômico externo. A análise examina o desempenho das ações das companhias do Círculo em relação a dois padrões de referência abrangentes:

- › Carteira de todas as empresas latino-americanas listadas
- › Carteira de todas as empresas latino-americanas ponderadas por país

Essas carteiras são construídas de modo semelhante às do Gráfico 5c.¹⁰⁵ No Gráfico 6c, os resultados das três carteiras são apresentados em quatro janelas de tempo diferentes: terceiro trimestre de 2008, quarto trimestre de 2008, segundo semestre de 2008 e todo o ano de 2008.

¹⁰⁴ BAEK, J-S; KANG, J-K; PARK, K. S. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 71, p. 265–313, 2004. CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLAPPER, L. F. Resolution of corporate distress: evidence from East Asia's financial crisis (junho de 1999). World Bank Policy Research Working paper No. 2133. 1999, revisto em 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=168530>>.

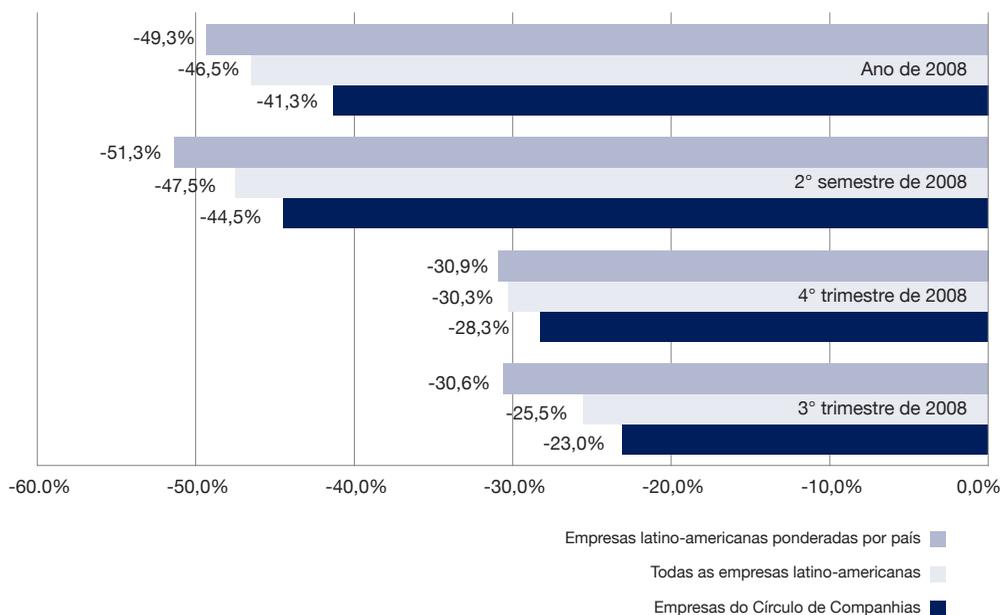
MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 2, p. 215–241, 2002.

¹⁰⁵ A análise da carteira por país com pesos iguais é especialmente importante, uma vez que as taxas de câmbio tiveram flutuações diferentes entre as empresas latino-americanas e, como todos os resultados são apresentados em dólares norte-americanos, as ações de algumas empresas latino-americanas podem ter variado menos em termos de US\$. Por exemplo, o Peso chileno teve menos variação do que o Real brasileiro, o que tende a favorecer as companhias chilenas na avaliação do seu rendimento em dólares norte-americanos. Como ainda não há um membro do Círculo do Chile, esse país não está representado na carteira ponderada por país, evitando a tendenciosidade de diferentes reações da taxa de câmbio em relação à crise financeira de 2008.

O Gráfico 6c mostra que a carteira de ações das empresas do Círculo sofreu ligeiramente menos que as carteiras com todas as companhias latino-americanas. Por exemplo, a carteira de ações das empresas do Círculo perdeu 41,3% do seu valor em dólares norte-americanos em 2008, em comparação a uma perda de 49,3% da carteira de todas as latino-americanas ponderadas por país.¹⁰⁶

Gráfico 6c Reação do preço das ações ao surgimento da crise financeira global de 2008

Reação do mercado de ações após o surgimento da crise financeira global de 2008: comparação dos rendimentos das ações das carteiras de 1.073 empresas latino-americanas, com pesos iguais ou ponderados por país.



Uma segunda análise redefiniu o grupo de comparação e a janela de tempo a fim de fornecer uma comparação mais precisa.

- ▶ Foi criado um grupo de controle de verificação formado por treze empresas¹⁰⁷ relativamente semelhantes às companhias do Círculo. Para cada integrante do Círculo, foi escolhida uma empresa do mesmo país e setor, selecionada de acordo com as similaridades de capitalização do mercado e de rentabilidade operacional com as integrantes do Círculo.¹⁰⁸ O Apêndice 5 apresenta a lista das empresas que constam desse grupo de controle de verificação.
- ▶ A janela de tempo chamada de “período crítico” foi redefinida de forma a englobar o período desde 1º de setembro de 2008, um pouco antes do colapso da Lehman Brothers e da divulgação de problemas com os credores hipotecários dos EUA Fannie Mae e Freddie Mac, até 1º de dezembro de 2008, quando o National Bureau of Economic Research anunciou oficialmente que os EUA estavam em recessão.

¹⁰⁶ Contudo, como todas as carteiras mostram um desvio de rendimentos de alto padrão, esses resultados não foram estatisticamente significativos e não permitem uma conclusão clara com base exclusivamente nesta análise.

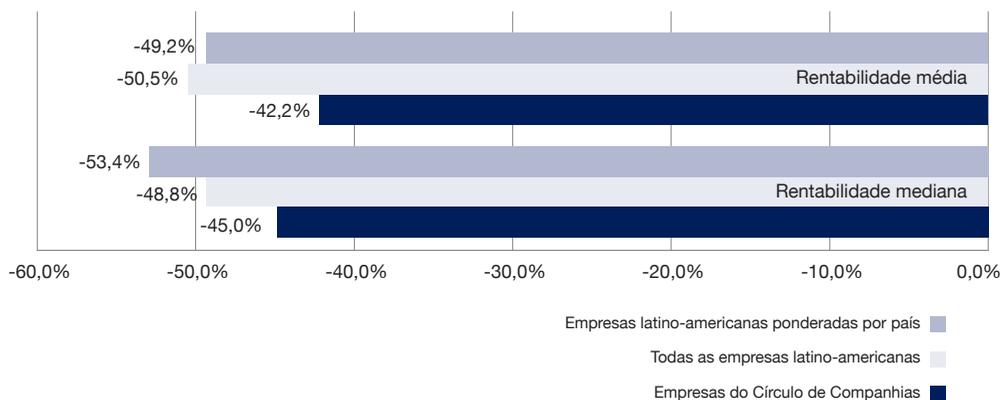
¹⁰⁷ Esta carteira das companhias do Círculo não inclui a Atlas (ver a nota de rodapé 1) e a Suzano Petroquímica, que foi adquirida em agosto de 2007 pela Petrobras.

¹⁰⁸ Devido a restrições sobre o número de empresas listadas em alguns países, nem sempre foi possível encontrar uma listada para comparação pertencente ao mesmo setor de um membro do Círculo. Nesses casos, foram selecionadas empresas de porte e setores semelhantes.

O argumento nesse caso é que uma comparação entre um grupo de pares mais equivalentes em uma janela de tempo mais precisa pode distinguir com mais clareza as reações desses eventos externos. O Gráfico 6d fornece os resultados médios e medianos dos dois grupos durante esse período crítico. Para fins de comparação, também são exibidas as rentabilidades média e mediana dos índices oficiais do mercado de ações dos países nos quais as empresas estão listadas.¹⁰⁹

Gráfico 6d — Reação do preço das ações ao surgimento da crise financeira global: análise do período crítico de 1º de setembro de 2008 a 1º de dezembro de 2008

Reação do mercado de ações após o surgimento da crise financeira global de 2008: comparação dos rendimentos de ações ao do grupo de controle de verificação selecionado e os índices oficiais médios do mercado de ações de 1º de setembro a 1º de dezembro de 2008



O Gráfico 6d mostra que a carteira das empresas do Círculo caiu um pouco menos do que a do grupo de controle de verificação e os retornos médios dos índices oficiais do mercado de ações. Por exemplo, a rentabilidade mediana da carteira das integrantes do Círculo foi de -42,2% durante o período analisado, em comparação à queda mediana de -50,5% da carteira do grupo de controle de verificação.¹¹⁰

4.3 Atributos corporativos que afetam o melhor desempenho das ações durante um choque econômico

A terceira análise reproduz a metodologia mais complexa empregada por uma pesquisa acadêmica anterior, especificamente o estudo desenvolvido por Baek, Kang e Park (2004) sobre a crise financeira do Leste Asiático ocorrida na década de 1990. Ela utiliza uma regressão estatística múltipla para avaliar os atributos corporativos que podem estar associados a um desempenho relativamente melhor das ações durante um choque econômico,¹¹¹ tais como o tamanho

¹⁰⁹ Os índices do mercado de ações usados são: IBOVESPA no Brasil, IGVBL no Peru, IGBC na Colômbia e IPyC no México. Os resultados são ponderados com base no número de empresas de cada país que compõem a carteira de integrantes do Círculo.

¹¹⁰ Como todas as carteiras mostram um desvio de rendimentos de alto padrão, esses resultados não foram estatisticamente significativos e não permitem uma conclusão clara com base exclusivamente nesta análise.

¹¹¹ Os autores argumentam que a vantagem de enfocar o período da crise é que isso permite o exame claro do efeito da governança corporativa no valor da empresa. O uso de um determinado conjunto de medidas de governança imediatamente antes de um choque externo para explicar mudanças no valor da empresa pode evitar qualquer causalidade falsa originada pelo problema de endogeneidade.

da empresa, a rentabilidade e o índice de endividamento. Nessa análise, foram incluídas duas variáveis relacionadas à governança corporativa:

- › Filiação ao grupo do Círculo de Companhias
- › Emissão de ADRs de Nível II ou III¹¹²

Por que examinar essas variáveis?

Se obtivermos resultados positivos e estatisticamente significativos, trata-se de um sinal claro de que fazer parte do grupo do Círculo e/ou de uma listagem cruzada em um mercado mais rigoroso são fatores que atenuam a deterioração do mercado de ações durante um período de grande dificuldade do mercado, depois de filtrar outros atributos corporativos específicos.

Essa análise fornece resultados claros — e bem interessantes.¹¹³ Em todas as especificações de modelos e janelas de tempo empregadas, integrar o grupo do Círculo de Companhias está associado a um melhor desempenho das ações, após a filtragem de outros possíveis fatores explicativos. Os resultados são estatisticamente significativos, reforçando ainda mais a conexão entre boa governança e menor queda no preço das ações. Os resultados permanecem consistentes com a inclusão da variável ADR, que também teve uma influência positiva na reação do preço das ações.

Em resumo, os resultados sinalizam que as ações das empresas do Círculo de Companhias diminuíram menos do que as ações das outras empresas da região durante esse período recente de grande dificuldade do mercado.

5 Membros do Círculo de Companhias reconhecem os ganhos

Embora os números e resultados forneçam apoio financeiro para os benefícios de uma melhor governança corporativa, as empresas do Círculo de Companhias dizem que seus esforços produziram uma combinação de ganhos verificáveis, baseados em números; e de ganhos não verificáveis, mais difíceis de quantificar. Alguns desses benefícios estão detalhados no Capítulo 1. Aqui, as Companhias do Círculo fornecem informações adicionais sobre as vantagens.

- › Um processo de institucionalização, com menos dependência de pessoas específicas para gerenciar os negócios
- › Maior confiança da comunidade de investidores
- › Melhor acesso às condições de crédito, incluindo capital de longo prazo de bancos de desenvolvimento
- › Mais reconhecimento por parte dos interessados, incluindo instituições nacionais e internacionais
- › Maior confiança na realização de incorporações e aquisições devido a um aumento nos padrões de transparência
- › Aumento substancial dos processos de negócios, incluindo controles internos e supervisão do processo de tomada de decisões

As empresas do Círculo apontam para resultados qualitativos significativos por parte das suas jornadas de governança corporativa.

¹¹² Os emissores de ADRs de Nível II e III estão sujeitos aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley e, portanto, sujeitos a normas de divulgação de informações e de controle interno mais rígidas.

¹¹³ O Apêndice 5 mostra os resultados completos, incluindo os detalhes metodológicos sobre a construção de dados e variáveis.

Homex

Para a **Homex**, os estágios iniciais da vida da empresa incluíram as mesmas lutas que a maioria das companhias familiares enfrenta nesta etapa do negócio. O líder dessa empresa, que atualmente é a maior e mais diversificada construtora do México com operações em 33 cidades e 21 estados, ressalta os ganhos específicos com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Eis como Eustaquio de Nicolás, Presidente do Conselho da Homex, coloca essa questão:

“Há dez anos, começamos nosso processo de institucionalização. Nossos esforços e boas práticas de governança corporativa trouxeram diversos benefícios internamente na Homex e para nossas operações, e também nos ajudaram a conquistar a confiança da comunidade de investimento, bem como a de nossos acionistas e fornecedores, além do reconhecimento de várias instituições nacionais e internacionais.”¹¹⁴

— **Eustaquio de Nicolás**, Homex, Presidente do Conselho



Suzano

Para o **Grupo Suzano**, as melhorias da governança corporativa foram alçadas a um nível estratégico e os esforços valeram a pena com o registro de um aumento impressionante do valor das ações.

“. . . A história do Grupo Suzano desde 2003 é impressionante em termos de geração de valor. Obviamente, é impossível atribuir tudo exclusivamente à governança corporativa, mas se pode afirmar, sem sombra de dúvida, que foi um elemento essencial da estratégia.

As ações da Suzano Papel e Celulose foram negociadas no final de 2007 a R\$ 29,00, em comparação a cerca de R\$ 4,24 no início de 2003, alcançando uma valorização de mais de 580%, com uma liquidez de negocia-

¹¹⁴ DIRECTORSHIP 2007. Disponível em: <<http://www.directorship.com/homex-joins-governancegroup>>.

ção diária mais de 100 vezes maior. Esse aumento financiou um plano de expansão de longo prazo que dobrou sua capacidade de produção de celulose e a colocou como um ator mundial importante no setor.

A Suzano Petroquímica seguiu um caminho semelhante e evoluiu de uma posição irrelevante para uma posição de liderança no seu segmento de negócios, por meio de uma série de aquisições, da redução de ativos e de um plano consistente de mercado de capitais. Como resultado direto dos padrões reconhecidos de governança corporativa, da posição no mercado e da relevância dos seus ativos, a empresa foi vendida para a Petrobras no final de 2007 por um valor de R\$ 2,7 bilhões. Isso representa uma valorização das ações de cerca de 600% em comparação ao valor da ação — R\$ 1,53 — no início de 2002. Os acionistas minoritários passaram a ter direitos de tag-along (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia).

A implementação da venda foi extremamente simplificada e acelerada devido à transparência e às práticas conhecidas da empresa. As devidas diligências só foram realizadas após a divulgação de informações. Essas questões têm um valor oculto que só pode ser corretamente percebido como parte da transação global bem-sucedida.”



—**João Pinheiro Nogueira Batista**, ex-Copresidente Executivo da Suzano Petroquímica

Últimas palavras. A experiência das integrantes do Círculo ensinou que as empresas mais bem-sucedidas ao enfrentar complexos desafios de negócios são as que adotaram uma atitude de constante aprendizado, procurando a geração de valor para o acionista e levando em conta as perspectivas de todos os interessados.

As companhias do Círculo convidam você a empreender a jornada da governança corporativa que este livro possa servir como seu guia de viagem para conduzir a sua empresa em direção das melhores práticas de governança corporativa.