

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE

GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Versão em português, traduzida por
PINHEIRO NETO ADVOGADOS

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Nos termos do Artigo 1º da Convenção assinada em Paris em 14.12.1960, que entrou em vigor em 30.9.1961, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) promoverá políticas voltadas:

- à conquista dos mais elevados índices de emprego e crescimento econômico sustentável e de um padrão de vida melhor nos países membros, com a manutenção da estabilidade financeira e, portanto, contribuindo para o desenvolvimento da economia mundial;
- ao fomento da expansão econômica sólida nos países membros e não-membros, no processo de desenvolvimento econômico; e
- ao auxílio à expansão do comércio mundial de forma multilateral e não discriminatória, de acordo com compromissos internacionais.

Os países membros originais da OCDE são: Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, França, Alemanha, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos da América. Os seguintes países aderiram posteriormente à OCDE, nas datas indicadas: Japão (28.4.1964), Finlândia (28.1.1969), Austrália (7.6.1971), Nova Zelândia (29.5.1973), México (18.5.1994), República Tcheca (21.12.1995), Hungria (7.5.1996), Polónia (22.11.1996), Coreia (12.12.1996) e Eslováquia (14.12.2000). A Comissão das Comunidades Europeias participa dos trabalhos da OCDE (artigo 13 da Convenção da OCDE).

CENTRO DA OCDE PARA COOPERAÇÃO COM PAÍSES NÃO-MEMBROS

O Centro da OCDE para Cooperação com Países Não-membros (CCNM) promove e coordena as políticas da OCDE de cooperação e diálogo com economias fora da área da OCDE. A OCDE atualmente mantém uma política de cooperação com aproximadamente 70 países não-membros.

A essência dos programas de cooperação da CCNM com os países não-membros é disponibilizar o acervo rico e variado da OCDE não só para os seus membros atuais, mas também para os interessados não-membros; por exemplo, os inigualáveis métodos de trabalho cooperativo desenvolvidos ao longo dos vários anos; o grande volume de melhores práticas em todas as áreas de políticas públicas entre os membros; uma política de diálogo permanente entre os principais agentes econômicos, reforçada por um histórico de parceria com outros organismos; e a capacidade de abordar questões interdisciplinares. Tudo isso é apoiado por um vasto banco de dados históricos e capacidade analítica firme dentro da Secretaria. Da mesma forma, os países membros beneficiam-se com a troca de experiências com especialistas e autoridades de países não-membros.

Os programas da CCNM abrangem as principais áreas de políticas da OCDE de interesse mútuo aos não-membros, quais sejam: monitoramento econômico, estatísticas, ajuste estrutural por meio de políticas setoriais, políticas comerciais, investimento internacional, reforma do setor financeiro, tributação internacional, meio ambiente, agricultura, mercado de trabalho, políticas sociais e de educação, bem como o desenvolvimento de políticas tecnológicas inovadoras.

© OCDE 2003 Permissão de reprodução de parte deste trabalho para fins não comerciais ou uso em sala de aula deve ser obtida por intermédio do Centre français d'exploitation du droit de copie – CFC, localizado em 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, França, tel. (33-1) 44 07 47 70, fax (33-1) 46 34 67 19, para todos os países (exceto os Estados Unidos da América). Nos Estados Unidos, a permissão deve ser obtida por intermédio do Copyright Clearance Center, Customer Service, (508) 750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, ou pelo CCC on-line: www.copyright.com. Todas as demais solicitações para permissão de reprodução deste livreto, no todo ou em parte, deverão ser encaminhadas à OECD Publications, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, França.

INTRODUÇÃO

A boa governança corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência no mercado de capitais e desempenho da empresa. O trabalho da OCDE de apoio à governança corporativa é desempenhado por intermédio de Mesas Redondas de Governança Corporativa Regionais (*Regional Corporate Governance Roundtables*) em parceria com o Grupo do Banco Mundial na Ásia, Eurásia, Rússia, Sudeste da Europa e América Latina. As *Roundtables* propiciam uma estrutura eficaz para a política de diálogo permanente e troca de experiências multilaterais. O enfoque é direcionado ao consenso e à inclusão pelo estabelecimento de parcerias com os principais agentes de mercado nos países membros.

O Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina foi criado pela *Roundtable* da América Latina sobre Governança Corporativa (*Latin American Roundtable on Corporate Governance*), um fórum que une formuladores de políticas, entidades reguladoras, líderes empresariais, investidores e especialistas da região, bem como os respectivos representantes dos países membros da OCDE. Utilizando os Princípios da OCDE de Governança Corporativa como parâmetro conceitual para análise e discussão, o presente Relatório Oficial analisa a importância da governança corporativa para a região, discutindo as tendências e características regionais específicas e estabelecendo as recomendações e prioridades da *Roundtable* para reformas. Lançado em 2000, a *Roundtable* desenvolveu o presente Relatório Oficial durante as reuniões realizadas no Brasil (2000), Argentina (2001), México (2002) e Chile (2003), bem como pelo contato permanente entre uma reunião e outra.

A *Roundtable* latino-americana e o processo de criação do Relatório Oficial entendem amplamente os desafios e as oportunidades que se vislumbram, inclusive a necessidade de mudanças. Porém, a fase mais complexa da reforma – implementar as recomendações do Relatório Oficial e garantir o cumprimento das mesmas – ainda está por vir. Para tirar proveito do presente interesse nas reformas e transformar as recomendações do Relatório Oficial em realidade, esforços devem ser intensificados na elaboração de políticas que atingirão tais recomendações e na forma de garantir a efetiva implementação dessas recomendações.

A Colaboração entre os formuladores de políticas, as entidades reguladoras e os agentes do setor privado da América Latina e dos países membros da OCDE tem sido fundamental para o propósito da *Roundtable* em alcançar a boa governança corporativa na região. Gostaria de expressar minha sincera gratidão a todos os participantes da *Roundtable*, ao Fórum Global de Governança Corporativa, ao Banco Interamericano de Desenvolvimento e às instituições nacionais que co-patrocinaram as reuniões sobre o Relatório Oficial. A OCDE e a International Finance Corporation (IFC) atuaram como Secretários do presente trabalho, que foi conduzido de acordo com o Programa Regional para a América Latina do CCNM em cooperação com o Banco Mundial.

Aguardo ansiosamente a continuação desses esforços cooperativos. O presente Relatório deve servir como base para o diálogo permanente sobre a elaboração, a implementação e o cumprimento das políticas, bem como a promoção e a avaliação do progresso futuro em direção à boa governança corporativa na região.



Donald J. Johnston
Secretário Geral

ÍNDICE

CAPÍTULO I – ESCOPO DO RELATÓRIO OFICIAL.....	5
CAPÍTULO II – A IMPORTÂNCIA DAS BOAS TÉCNICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA A AMÉRICA LATINA	7
CAPÍTULO III – ALGUMAS CARACTERÍSTICAS REGIONAIS	9
CAPÍTULO IV – PRIORIDADES NO PROCESSO DE REFORMA	12
CAPÍTULO V – RECOMENDAÇÕES	14
I. Os Direitos de Acionistas.....	14
II. Tratamento Equitativo de Acionistas	18
III. O Papel de Partes Interessadas nas Práticas de Governança Corporativa	19
IV. Divulgação de Informações e Transparência	20
V. As Responsabilidades do Conselho de Administração	25
VI. Melhoria no Cumprimento de Leis e sua Exequibilidade	32
VII. Cooperação Regional:.....	35
ANEXOS	36
ANEXO A: RESUMO ANALÍTICO DAS INICIATIVAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA.....	37
ANEXO B: ESTUDOS DE CASOS, EXPERIÊNCIAS ADQUIRIDAS COM RECENTES ESFORÇOS REFORMADORES.....	41
ANEXO C: ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA EM PAÍSES LATINO-AMERICANOS – UMA VISÃO GERAL EMPÍRICA	47
ANEXO D: GLOSSÁRIO.....	59
ANEXO E: LISTA DE PARTICIPANTES.....	62

CAPÍTULO I – ESCOPO DO RELATÓRIO OFICIAL

1. O presente Relatório Oficial fundamenta-se nos debates da Mesa Redonda sobre Governança Corporativa na América Latina [Latin American Corporate Governance *Roundtable*], fórum de âmbito regional dedicado ao diálogo sobre políticas de governança corporativa. A *Roundtable* é fruto de intensa cooperação entre a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Banco Mundial, a International Finance Corporation (IFC) e entidades regionais estratégicas nos setores público e privado. Dentre os participantes da *Roundtable* da América Latina incluem-se experientes formuladores de políticas, entidades reguladoras, líderes empresariais, investidores, organizações trabalhistas, outros órgãos não governamentais e organizações multilaterais com amplo interesse e especialização nessa área. O processo de realização da *Roundtable* conta também com o respaldo financeiro do Fórum de Governança Corporativa Global [Global Corporate Governance Forum].

2. Em sua primeira reunião em São Paulo, Brasil, no mês de abril de 2000, a *Roundtable* aprovou a elaboração de um Relatório Oficial sobre Governança Corporativa Regional. O Relatório Oficial visa resumir os objetivos de políticas comuns e as prioridades para a pretendida reforma. Ao desenvolver o Relatório Oficial, a *Roundtable* baseou-se nos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, já adotados pelo Fórum de Estabilidade Financeira [Financial Stability Forum] como um de seus doze princípios centrais que visam promover a estabilidade do sistema financeiro em âmbito global. Adicionalmente aos cinco capítulos pertinentes aos Princípios da OCDE, os participantes da *Roundtable* também concordaram em tratar de questões atinentes à implementação e ao cumprimento das normas, para sua inclusão no Relatório Oficial.

3. O trabalho de identificação dos objetivos de políticas comuns e das prioridades reformatórias visa estabelecer medidas concretas que possam ser tomadas para aprimorar as práticas de governança corporativa e, dessa forma, incrementar os investimentos, a eficiência do mercado de capitais, o desempenho das empresas e o bem-estar social. O Relatório Oficial destina-se, principalmente, aos formuladores de políticas, entidades reguladoras e órgãos privados de padronização, o que inclui bolsas de valores. Algumas recomendações também são direcionadas a executivos de sociedades, membros de conselhos administrativos, investidores privados e institucionais e outros profissionais cujas decisões cotidianas sejam determinantes para a eficácia do sistema de governança corporativa. Mais especificamente, o Relatório Oficial pretende:

- oferecer a formuladores de políticas e líderes do setor privado, inclusive investidores institucionais internacionais, especialistas e instituições multilaterais, uma visão geral acerca dos principais tópicos e avanços ocorridos na América Latina, fornecendo-lhes parâmetros de desempenho para dimensionar o progresso registrado;
- apresentar um conjunto de recomendações para as reformas que visem aprimorar a governança corporativa na região, reformas essas a serem implementadas por autoridades governamentais, organizações multilaterais e instituições do setor privado; e
- contribuir com informações para avaliação permanente dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE a serem concluídos em 2004.

4. O Relatório Oficial é um documento consultivo e não vinculativo, consensualmente desenvolvido por um grupo informal (porém altamente influente) de formuladores de políticas, entidades reguladoras, agentes de mercado e demais especialistas na matéria. Para assegurar sua máxima relevância, o Relatório Oficial evoluiu por meio de um processo de inclusão que se esforçou por considerar as opiniões de todos os agentes interessados e especializados em governança corporativa. Seu conteúdo foi abordado durante cada uma das reuniões da *Roundtable* (em abril de 2000, em São Paulo; em março de 2001, em Buenos Aires; em abril de 2002, na Cidade do México; e em maio de 2003, em Santiago), tendo os participantes sido convidados a apresentar seus comentários nos períodos intercalares.

5. Diversos grupos e organizações nacionais e regionais emitiram diretrizes, declarações sobre melhores práticas e recomendações para a reforma de normas. Além disso, as empresas e os investidores atuantes na América Latina desenvolveram políticas que abrangem a qualidade da governança corporativa como critério para operações e tomada de decisões de investimento. Este Relatório Oficial deve ser visto como um documento que complementa esses esforços.

6. O Relatório Oficial será disponibilizado, por intermédio dos participantes da *Roundtable*, aos principais formuladores de políticas, entidades reguladoras, entidades nacionais de padronização, instituições relevantes do setor privado e sociedade civil. Também será apresentado a todas as instituições multilaterais relevantes, para a apreciação de seus termos por seus respectivos órgãos regimentais. A IFC e outros participantes da *Roundtable*, os quais são investidores privados, farão com que o Relatório Oficial circule entre as atuais e futuras empresas receptoras de seus investimentos na região. O Relatório Oficial será amplamente divulgado diretamente ao público e inserido no website mantido pela *Roundtable* na Internet [www.oecd.org/daf/corporate-affairs/].

7. O trabalho da Latin American Corporate Governance *Roundtable* é parte de um esforço global. Mesas redondas semelhantes estão estabelecidas na Rússia, Ásia, Sudeste da Europa e Eurásia.

CAPÍTULO II – A IMPORTÂNCIA DAS BOAS TÉCNICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA A AMÉRICA LATINA

8. A boa governança corporativa é fundamental ao crescimento econômico liderado pelo setor privado na América Latina. Ela é reconhecida como uma das questões de ordem pública cuja importância cresce rapidamente na região, tendo no setor privado um instrumento efetivo para a promoção de bem-estar social. Com a privatização de empresas estatais, os países latino-americanos passaram cada vez mais a depender do setor privado para criar novas oportunidades de emprego, gerar receita fiscal e fornecer produtos e serviços aos consumidores. A criação de empregos, o desenvolvimento de tecnologia autóctone e, em última instância, a competitividade internacional das economias latino-americanas precisam fundamentar-se sobre uma base formada por empresas não engessadas por elevados custos de capital e capazes de adaptar as boas práticas administrativas e de governança corporativa ao seu contexto local.

9. As impressionantes reformas dos sistemas público e privado de previdência em muitos dos países latino-americanos, aliadas às expectativas de crescimento oriundas de tais reformas, fornecem justificativas adicionais para que se dispense especial atenção às questões relacionadas à boa governança corporativa e ao desenvolvimento dos mercados de capitais nessa atual conjuntura. A responsabilidade por assegurar uma aposentadoria condigna à população de trabalhadores latino-americanos migrou, em grande medida, para os fundos de previdência privada, uma crescente parcela dos quais é aplicada em títulos e valores mobiliários de sociedades de capital aberto. O êxito desses fundos e planos de previdência depende, portanto, não só dos incentivos e da capacidade de seus administradores em tomar decisões judiciosas acerca da competitividade a longo prazo das sociedades para as quais direcionam seus investimentos, mas também do tratamento justo que os controladores dessas sociedades precisam dispensar aos investidores. Ao garantir o mais alto grau de transparência e de responsabilidade interna e externa por parte das sociedades de capital aberto, cresce a probabilidade de que as decisões de investimento tomadas hoje pelos fundos de previdência venham a compensar os aposentados no futuro.

10. Os sistemas de fundos de previdência na América Latina são apenas uma demonstração de como é essencial uma boa governança corporativa para canalizar as economias a novos investimentos produtivos, de maneira eficaz. A boa governança corporativa desempenha papel crucial no processo de estruturação de sólidos mercados de capitais em nível doméstico – o que inclui os mercados de títulos, os sistemas financeiros bancário e não bancário e, até mesmo, os setores de *private equity* e de capital de risco. Ela aumenta a confiança do público nos mercados de títulos, o que contribui para sua maior liquidez. Ela também contribui para a redução de incertezas, fazendo crescer o desempenho e as perspectivas de investidores institucionais, inclusive por parte de fundos mútuos e seguradoras. Mercados de capitais mais alicerçados e de maior alcance e liquidez atendem às necessidades de investimento não apenas para os negócios já existentes, mas também para novos empreendimentos e futuros segmentos de mercado.

11. Outra questão de ordem pública diz respeito à internacionalização de mercados financeiros, nos quais a boa governança corporativa é vista como um elemento fundamental para diminuir turbulências financeiras e para controlar a volatilidade no sistema financeiro global de nossos dias. Um ambiente mercadológico transparente por onde possa fluir o capital internacional promove estabilidade e serve como sistema de alarme e proteção contra instabilidades financeiras. Daí resulta a adoção dos Princípios da OCDE pelo Fórum de Estabilidade Financeira [Financial Stability Forum], tratados como uma das doze normas fundamentais desse Fórum.

12. Os dois últimos anos foram marcados por uma série de retumbantes fracassos na área de governança corporativa, nos Estados Unidos da América e em outros países que integram a OCDE. Tais insucessos contribuíram para que houvesse uma contração nos mercados de títulos e desencadearam as mais variadas reações nos setores público e privado, visando restabelecer a integridade do mercado e a confiança do público em geral. Uma importante lição aprendida a partir dessa experiência é a de que as normas de governança corporativa devem ser objeto de constante análise e aprimoramento, mesmo nas economias com estrutura institucional bem desenvolvida.

13. Além de contribuir para a redução de custos de capital, a boa governança corporativa agrega valor às sociedades ao proporcionar mecanismos mais efetivos para consolidar negócios competitivos. Controles adequados dentro da sociedade possibilitam um melhor raciocínio estratégico e oferecem à administração novas perspectivas e o “contato com a realidade”. Conselheiros e diretores competentes, experientes e bem selecionados agregam valor real ao processo deliberativo das sociedades às quais prestam serviço. Os benefícios de uma boa governança em termos de agregação de valor a longo prazo eleva o nível de confiança entre todos os acionistas. Se, por um lado, o aprimoramento das normas e a melhor exequibilidade das mesmas são etapas importantes no processo de evolução das práticas de governança corporativa (especialmente em economias emergentes), tais iniciativas, por outro lado, precisam ser complementadas com a maior conscientização do setor privado e com a elevação de seu nível de comprometimento em relação a tais matérias. Líderes empresariais devem, portanto, desempenhar um papel preponderante nos debates públicos a respeito de governança corporativa.

14. Grande parte do trabalho da *Roundtable*, como os debates públicos sobre governança corporativa na América Latina e em todo o mundo, concentra-se nas sociedades de capital aberto e nas empresas que, embora de capital fechado, têm potencial para a abertura de seu capital a curto prazo. A *Roundtable*, no entanto, reconhece que a boa governança corporativa constitui, também, motivo relevante de preocupação para as sociedades de capital fechado, pois a maior parte delas ainda depende de autofinanciamento, de operações de *private equity* e do sistema bancário para levantar os recursos necessários a sua expansão e crescimento. As sociedades de capital fechado (em geral, empresas familiares ou de propriedade de seus próprios fundadores) devem adotar práticas coerentes de contabilidade e auditoria, bem como controles adequados de administração e planejamento estratégico, se quiserem preservar sua competitividade. Tal fato ganha especial dimensão na América Latina, já que o futuro econômico da região dependerá, em alto grau, do sucesso de empresas de pequeno e médio porte. Diversas recomendações dentre as apresentadas neste Relatório Oficial destinam-se também a ter aplicação direta às sociedades de capital fechado.

15. Desse modo, não são somente os investidores nos mercados de títulos que têm grande interesse na adequada administração e transparência das sociedades nas quais investem. Bancos, operações de empresas especializadas em *private equity*, instituições financeiras especializadas e outras fontes privadas de financiamento precisam introduzir a boa governança corporativa como componente vital de suas políticas de avaliação e administração de risco. A omissão (por parte não só de bancos como também de suas respectivas entidades reguladoras) em considerar devidamente a importância da governança corporativa para os tomadores de empréstimos não só contribuiu para a ocorrência das recentes crises por que passou o sistema bancário na região (e em outras partes), mas também continua a complicar a reestruturação de bancos/empresas.

16. Finalmente, ao fortalecer a publicidade, a transparência e a responsabilidade no setor privado, as chances de sucesso dos mais variados e amplos esforços sendo empreendidos na região para conter a corrupção e restaurar a confiança no governo provavelmente aumentarão. Muitos, se não a maioria dos casos de corrupção, envolvem o conluio das autoridades governamentais com os representantes do setor privado (executivos, funcionários e diretores financeiros das sociedades privadas). Controles adequados dentro da sociedade, a fiscalização dos administradores da sociedade por seu conselho de administração, controles internos mais eficazes e linhas claras de responsabilidade reduzem a oportunidade de a empresa ser envolvida em casos de corrupção pública por seus administradores e outros interessados.

CAPÍTULO III – ALGUMAS CARACTERÍSTICAS REGIONAIS

17. Os participantes da *Roundtable* latino-americana acreditam que, na atual economia globalizada, a governança corporativa é um tópico que deve ser abordado e analisado não somente em âmbito nacional e global, mas também em âmbito regional. Os pontos comuns dentro da América Latina, sob o ponto de vista jurídico, econômico, histórico, político, social e lingüístico, bem como a crescente regionalização e internacionalização dos mercados de capitais, justificam plenamente uma abordagem regional não só da análise dos atuais desafios como também do estabelecimento de prioridades nas reações. Intercâmbios produtivos entre formuladores de políticas, entidades reguladoras, mercados acionários, institutos que congregam membros de conselhos de administração, grupos de investidores e outras partes interessadas da região já ocorreram tanto dentro quanto fora do contexto das reuniões da *Roundtable*. O diálogo em âmbito regional vem servindo como ponto de partida para a colaboração, o compartilhamento de tecnologia e valiosos empreendimentos coletivos. O respaldo entusiástico que os agentes dos setores público e privado vêm proporcionando à *Roundtable* e outras iniciativas regionais comprova, amplamente, o valor do diálogo regional e da tomada de decisões sobre assuntos relativos à governança corporativa na América Latina.

18. Mesmo antes da recente atenção dispensada pela mídia internacional aos retumbantes fracassos das práticas de governança corporativa no mundo todo, já havia uma preocupação crucial quanto ao estabelecimento de normas de governança para os quatro maiores mercados de capitais da América Latina (Argentina, Brasil, Chile e México). Ultimamente, a questão do aprimoramento das técnicas de governança corporativa vem se impondo como uma importante prioridade no estabelecimento de normas de ordem pública nos países andinos, especialmente na Colômbia, no Peru e, atualmente, na Bolívia, assim como na maior parte dos demais países latino-americanos. Atualmente, o compartilhamento de características fundamentais entre as economias da região determina as reações do setor empresarial não só em face das rápidas mudanças tecnológicas e do processo de globalização econômica, como também relativamente aos desafios que a governança corporativa impõe, inclusive nos seguintes aspectos:

- **Privatização.** Apesar de os países da região terem adotado modelos vários para incentivar o crescimento e a transformação econômica, os últimos anos da década de 1980 e a década de 1990 marcaram, nitidamente, uma mudança na divisão de responsabilidades entre os setores público e privado. Atualmente, há um maior consenso de que o setor privado deve fornecer a maior parte dos bens e serviços que os cidadãos exigem. No entanto, a promessa de que a privatização produziria o desenvolvimento de mercados de capitais mais abrangentes e profundos, maior acesso a financiamentos e custos menores de capital ainda não se concretizou totalmente.
- **Concentração Patrimonial; Controle Definido e Necessidades de Capital.** As sociedades latino-americanas de capital aberto continuam a caracterizar-se por um elevado grau de concentração patrimonial. Mesmo entre as maiores sociedades de capital aberto, a participação controladora está, não raras vezes, nas mãos de famílias. Assim como na maior parte dos outros países do mundo, o controle familiar continua sendo a norma para a maioria das pequenas e médias empresas de capital fechado. A existência de acionistas majoritários claramente identificados e plenamente engajados pode constituir uma grande força dentro de uma empresa ao assegurar uma supervisão ativa da administração e ao representar fonte certa de suporte financeiro em situações de crise. No entanto, se os lucros retidos e os recursos financeiros das partes controladoras são insuficientes para atender às necessidades de crescimento, o desafio consiste em selecionar fontes de capital locais e estrangeiras bem como em adaptar as práticas de governança para que estas satisfaçam às exigências das fontes externas de financiamento, sem sacrificar os benefícios oriundos do alinhamento de interesses relacionados a direitos patrimoniais e de controle definido.

- A Importância dos Grupos Industriais. É notório o papel que os grupos financeiros e, às vezes, os grupos financeiros/industriais desempenham no desenvolvimento do setor industrial privado na América Latina. Tais grupos caracterizam-se, principalmente, pela existência de controle comum e pela operação de empresas de grande porte em setores geralmente não relacionados e, às vezes até, por íntimas ligações – quando não o controle comum – entre grandes empreendimentos nos setores industrial e financeiro. Não raras vezes, os lucros auferidos por certas sociedades de um mesmo grupo econômico servem de “carro-chefe”, gerando recursos para financiar outros empreendimentos do grupo, mais carentes de capital. Esses grupos se desenvolveram, em parte, como um instrumento eficaz para financiar empreendimentos que exigiam um grande volume de recursos em ambientes que careciam de um mercado de capitais eficiente e de um ordenamento jurídico bem-administrado (passando, assim, a fazer as vezes do próprio mercado de capitais). A importância econômica (e política) de tais grupos econômicos e sua influência sobre importantes agentes do setor financeiro pode, às vezes, obstruir o acesso aos mercados de capitais públicos e, até mesmo, privados das sociedades de pequeno e médio porte. Ao mesmo tempo, o fenômeno “grupo” pode bloquear o acesso aos mercados de capital tanto interno quanto externo, mesmo para as grandes sociedades. A falta de transparência que tipicamente caracteriza as operações internas dos grupos econômicos e a ausência da autonomia deliberativa estão sendo vistos, cada vez mais, como obstáculos à obtenção de crédito a baixo custo. No curso dos últimos anos, diversos grupos iniciaram a separação de suas operações e segregaram mais claramente as atividades, as finanças e a governança das sociedades participantes do grupo. O forma pela qual os grupos se orientam e os mecanismos que adotam em resposta às exigências de maior transparência e independência administrativa em suas linhas de negócio são elementos importantes para a evolução de economias de mercado na região.
- Reestruturação dos Sistemas Bancários. Nos últimos anos, a estrutura dos sistemas financeiros domésticos mudou drasticamente em algumas das maiores economias da região. Houve uma redução na presença estatal e, em alguns países, os bancos internacionais substituíram as instituições controladas localmente, as quais, em determinada época, estiveram intimamente ligadas a grupos industriais nacionais. Simultaneamente, intermediários financeiros especializados passaram a desempenhar um papel mais importante. Tais mudanças devem trazer, em sua esteira, a difusão de uma cultura creditícia mais moderna e de uma maior concorrência entre as fontes de crédito e entre as empresas que buscam obter recursos nos setores público e privado.
- Regionalização, Internacionalização e Importância de Empreendimentos Multilaterais. Mesmo durante o período de substituição das importações a partir da segunda metade do século XX, os vínculos econômicos com a Europa, a América do Norte e o Japão mantiveram sua importância. As sociedades multinacionais continuam a manter uma presença destacada na América Latina. Atualmente, estamos presenciando novos esforços de integração econômica entre países, não só em caráter regional como também em nível inter-regional. Mercosul, NAFTA e outros grupos sub-regionais constituem uma realidade relevante. É difícil continuar falando de seus países membros como unidades econômicas totalmente autônomas. Os efeitos da regionalização e internacionalização dos mercados sobre a organização industrial trans-fronteira ainda estão sendo sentidos em termos de eliminação de concorrentes. Um aspecto dramático dessa “eliminação de concorrentes” é a série de fusões e mudanças de controle, envolvendo importantes instituições nas áreas de energia, telecomunicações, serviços públicos e finanças, via empreendimentos transnacionais. Efeitos colaterais dessa tendência incluem a saída de empresas de primeira linha do mercado de valores mobiliários doméstico e internacional e a adoção, por parte das subsidiárias de empresas multinacionais, de modelos “híbridos” de governança que incorporam elementos de práticas e costumes de governança adotados tanto em nível local quanto aqueles vigentes no país da matriz.

- Limitação dos Mercados de Capitais Domésticos e a Crescente Importância de Registros de Valores Mobiliários no Exterior. A crescente internacionalização da indústria e das finanças na América Latina contribuiu para a recente redução no número de sociedades com valores mobiliários registrados nos mercados domésticos, em virtude do descredenciamento e do fechamento de capital dessas empresas. Isto vem acontecendo numa época em que os volumes de negociações em bolsas domésticas já estão sob pressão, uma vez que as operações envolvendo ações de empresas regionais de maior porte continuam a migrar para os mercados mais sólidos de ADRs, em Nova York. Os padrões de transparência e as práticas essenciais de governança corporativa com os quais os mercados internacionais esperam contar também estendem-se, atualmente, às companhias latino-americanas, que dependem de tais mercados para captar novos recursos ou manter a liquidez de seus valores mobiliários. Na esteira dos recentes e já famosos fracassos das técnicas de governança corporativa, os legisladores dos EUA, a Securities and Exchange Commission (SEC) e as bolsas de valores norte-americanas afastaram-se de seu tradicional acatamento de práticas locais de governança adotadas por emissores privados estrangeiros. Os emissores privados estrangeiros passaram a se enquadrar no contexto da Lei Sarbanes-Oxley, de 2002. Atualmente, as sociedades latino-americanas com programas de ADRs precisam, necessariamente, envidar esforços para adaptar suas práticas de governança de forma a fazê-las observar as exigências aplicáveis às reformas legais/reguladoras ocorridas nos EUA em 2002.

A migração das empresas de primeira linha para os mercados internacionais colocou em discussão a viabilidade das bolsas de valores domésticas e sua contribuição às economias nacionais. De que maneira as bolsas de valores, que se formaram com base no volume de negociação de ações de primeira linha, poderão atender as necessidades de capital de sociedades de menor porte, que ainda não conseguem ter acesso aos mercados internacionais? Os mercados de toda a região estão desenvolvendo suas próprias respostas. A iniciativa do Novo Mercado da Bovespa, aliada às mudanças nas exigências de registro e à contribuição que as bolsas de valores nacionais trouxeram ao desenvolvimento voluntário de códigos de melhores práticas, evidencia uma crescente conscientização, por parte das bolsas, no sentido de que saudáveis mercados de capitalização média só podem se desenvolver sustentado por padrões compulsórios e voluntários que protejam os direitos de acionistas e incentivem as empresas a adotar melhores práticas de governança.

- Fundos de Pensão. Via de regra, os fundos de pensão privados representam o maior grupo de investidores institucionais na região. A intensidade com que os administradores desses fundos pretendem promover a transparência e as técnicas de governança corporativa como instrumentos capazes de potencializar o retorno de capital a seus clientes irá constituir um fator determinante do ritmo em que se verificarão os avanços nos próximos anos. Porém, o interesse desses administradores em maximizar o retorno aos investidores não pode ser tomado *a priori*. O fato de um administrador de fundo interessar-se pelo bom desempenho das empresas receptoras de investimento individuais dependerá de um conjunto de iniciativas que o administrador do fundo enfrentará, inclusive a estrutura reguladora e o caráter e a eficiência da própria governança do fundo. A governança e o grau de responsabilidade dos fundos de pensão, portanto, continuam sendo uma questão prioritária de ordem pública na região.
- Tradições Jurídicas e Padrões de Exequibilidade. Os países latino-americanos compartilham de uma mesma origem jurídica – a tradição do Código Civil europeu. Os pontos jurídicos/judiciais que esses países têm em comum dentro da região estendem-se, também, à interpretação que adotam com respeito à exequibilidade de leis e contratos. Em geral, em comparação com a Europa e a América do Norte, o índice de litígios na esfera cível é pequeno, privilegiando-se as ações em esferas administrativa e penal. Os mecanismos de resolução de controvérsias em âmbito privado, tais como a arbitragem obrigatória, são comparativamente novos e, em grande parte, ainda não testados na prática.

CAPÍTULO IV – PRIORIDADES NO PROCESSO DE REFORMA

19. Uma vez que as economias, mercados e empresas da região enfrentam uma série de desafios semelhantes, não é nenhuma surpresa o fato de que a *Roundtable* tenha se concentrado em um grupo comum de assuntos resultantes desses desafios. Ao concentrar-se nesses assuntos, os participantes chegaram de comum acordo à conclusão de que as prioridades abaixo são as que merecem maior atenção em todos ou na maioria dos países:

- **Tratamento adequado aos direitos de voto.** Devem ser tomadas medidas para facilitar a participação de acionistas em Assembléias Gerais e a votação de ações. Investidores institucionais, que em muitos casos assumiram um papel passivo demais, devem ser encorajados a exercer seus direitos de participação de forma mais ativa e bem-informada. Se na estrutura jurídica estiverem previstas ações com diferentes direitos de voto, além de ser integralmente justificável, esse fato deve pressupor proteção relativamente mais forte e eficaz aos acionistas minoritários.
- **Tratamento justo de acionistas nas hipóteses de mudança no controle societário e fechamento de capital.** A estrutura jurídica e reguladora deve contemplar normas claras que disponham sobre o tratamento a ser dado a acionistas minoritários na hipótese de mudança no controle societário. É necessário, ainda, aprimorar essa estrutura com vista a garantir um sistema justo, prático e previsível para avaliação das ações de acionistas minoritários em casos de fechamento de capital ou exercício de direitos de retirada.
- **Garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento da divulgação de operações com partes relacionadas.** Os padrões contábeis nacionais devem estar em sintonia com os Padrões Internacionais de Relatórios Financeiros, e a qualidade do processo de preparação dos relatórios financeiros deve ser avaliada com vista à eliminação de conflitos de interesse. A divulgação de operações com partes relacionadas e de potenciais conflitos de interesse nessas mesmas operações deve, também, ser aperfeiçoada e substanciada por informações de melhor qualidade sobre a composição acionária e as estruturas de controle.
- **Desenvolvimento de conselhos de administração eficientes.** As leis e práticas correntes refletem a necessidade de todos os conselheiros atuarem, individual e coletivamente, de forma independente, no interesse da empresa e de todos os seus acionistas. Os procedimentos que regulam o cumprimento dos deveres de zelo e lealdade dos conselheiros devem ser melhor detalhados, sendo objetivo explícito do conselho de administração a definição de seus próprios procedimentos de trabalho, bem como os dos comitês especiais do conselho. A capacidade de administração de conflitos de interesse e a garantia da observância de leis e padrões éticos também devem estar incluídas nas metas de aperfeiçoamento do conselho de administração.
- **Aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica e reguladora.** Paralelamente ao fortalecimento da capacidade dos órgãos legislativos e executivos, devem ser tomadas medidas para assegurar que a estrutura abre espaço para iniciativas na esfera privada. Dependendo do contexto legal, essas medidas podem incluir a introdução de ações coletivas e mecanismos alternativos para resolução de conflitos, tais como procedimentos privados de arbitragem nas áreas de direito societário e governança corporativa.
- **Cooperação contínua em âmbito regional.** Os participantes da *Roundtable* e demais pessoas interessadas em governança corporativa na região devem colaborar mútua e regionalmente, supervisionando a implementação das conclusões e recomendações refletidas

no Relatório Oficial e compartilhando experiências que ajudem a implementar e aplicar as iniciativas nacionais.

20. Uma análise dessas prioridades deve levar em consideração as características econômicas específicas da região, especialmente o padrão recorrente de concentração de participação e controle. Além disso, a *Roundtable* reconhece que ajustes na estrutura reguladora devem ser efetuados somente após análise criteriosa dos custos e benefícios envolvidos na introdução de novas regras. O impacto regulador deve ser avaliado criteriosamente, de forma a evitar efeitos negativos imprevistos que possam, sob a ótica da sociedade, ser maiores que os benefícios e prejudiciais à atividade econômica.

CAPÍTULO V – RECOMENDAÇÕES

I. Os Direitos de Acionistas

Tratamento adequado dos direitos de voto:

21. *Quando houver conflito entre o direito de voto e direito ao recebimento de dividendos, a estrutura regulamentar que visa proteger os acionistas minoritários deve ser relativamente mais forte e mais eficaz.*

22. As estruturas jurídicas precisam proporcionar maior segurança às relações que se estabeleçam entre aqueles que investem no capital social de uma empresa, bem como à maneira pela qual os vários órgãos de governança possam exercer seu poder. As estruturas legislativas, as exigências das bolsas de valores e os regulamentos do mercado de títulos devem ponderar cuidadosamente as vantagens e desvantagens atinentes aos mais diversos tipos autorizados de participação societária, verificando se eles atendem às necessidades, a longo prazo, das empresas e dos mercados de capitais. As grandes diferenças quanto a direitos de voto entre a mesma classe de acionistas podem incentivar aqueles com direitos de voto desproporcionais a tomar decisões contrárias aos interesses comuns dos acionistas. A solução mais adequada talvez seja a de impor a exigência de um voto por ação, a menos que se possa demonstrar que já existem controles suficientes, proteções legais efetivas e mecanismos de execução devidamente implementados, que assegurem o respeito aos direitos legais e contratuais de ações com direitos limitados de voto e de ações não votantes. Os investidores devem, também, empenhar-se para compreender os riscos envolvidos e exercer efetivamente seus direitos de voto.

23. *Medidas devem ser tomadas para facilitar a participação efetiva de todos os acionistas em Assembléias e sua capacidade de exercício de direito de voto sobre as ações – inclusive além das fronteiras nacionais.*

24. A estrutura regulamentar e as práticas corporativas devem eliminar a burocracia referente às informações disponíveis aos acionistas, sua participação em Assembléias Gerais e a condução dessas Assembléias, o que inclui os procedimentos formais que não servirem como mecanismo eficaz para proteção dos interesses da empresa ou de seus acionistas. Elas devem, ainda, estipular prazos razoáveis para o envio de aviso de convocação e procedimentos de exercício de voto em Assembléias Gerais Ordinárias e Extraordinárias de Acionistas, levando em consideração o tempo necessário para votação efetiva e bem-informada dos acionistas sediados fora do país. A estrutura jurídica, as normas das bolsas de valores e o estatuto social da sociedade devem exigir a divulgação da pauta das Assembléias Gerais, acompanhada dos pormenores e do histórico atinentes às matérias que serão tratadas, permitindo assim que os acionistas, devidamente informados, tomem decisões fundamentadas. Nas jurisdições em que ainda há exigência de “bloqueio” de ações antes da votação, a legislação e as práticas corporativas devem evoluir para um sistema de data de registro que não prejudique os acionistas que desejem exercer seu direito de voto nas Assembléias Gerais. Aos acionistas devem ser disponibilizados mecanismos mais simples que lhes permitam adicionar matérias à pauta originalmente proposta.

25. As estruturas jurídica e regulamentar devem incentivar o desenvolvimento de procedimentos simplificados para o exercício de voto por procuração, proporcionando aos custodiantes (inclusive depositários e custodiantes de ADRs) uma proteção clara contra responsabilidade legal condicionada à

observância dos procedimentos específicos cabíveis e de suas respectivas atribuições, salvo em caso de dolo. A falta de clareza jurídica pode gerar incertezas quanto a possíveis ações judiciais, desencorajando depositários e custodiantes a rever suas práticas com vista a estimular a votação efetiva e oportuna de ações por parte de seus titulares indiretos.

26. Em jurisdições em que ações não votantes são permitidas, a estrutura jurídica e regulamentar e as práticas corporativas devem reconhecer os interesses da sociedade em oferecer aos detentores dessas ações a oportunidade de ter suas opiniões levadas em consideração no processo decisório da sociedade. Assim sendo, em circunstâncias normais, o mesmo tratamento e os mesmos direitos devem ser dados aos detentores de ações sem direito a voto no que tange a avisos e à oportunidade de serem ouvidos nas Assembléias Gerais.

27. *A estrutura regulamentar e as práticas corporativas devem ser adaptadas de forma a acompanhar as novas tecnologias de informação e comunicação destinadas a aprimorar e facilitar a difusão de informações societárias e o exercício de funções vitais inerentes à titularidade de participações societárias.*

28. As bolsas de valores e as sociedades devem fazer uso de novas tecnologias para difundir informações, visando proporcionar aos acionistas e aos mercados acesso o mais imediato possível às informações cuja divulgação seja obrigatória. As entidades reguladoras de valores mobiliários devem analisar as exigências técnicas atuais para incentivar o uso de novas e seguras tecnologias de informática, o que inclui exigências que inibam a votação de ações ou a emissão de procurações por meio eletrônico. As sociedades devem adotar novas tecnologias que permitam aos acionistas desempenhar de forma mais efetiva e eficiente suas funções como detentores de valores mobiliários.

29. *Os programas de ADR devem proporcionar a seus detentores os mesmos direitos e oportunidades práticas conferidos aos detentores de ações-objeto para participar na governança da sociedade.*

30. Os detentores de ADRs devem gozar de preferência em ofertas de novas ações sempre que esses direitos forem também conferidos aos detentores das respectivas ações-objeto. Os sistemas estabelecidos pelas sociedades, custodiantes e depositários de ADRs devem ser modernizados a fim de propiciar a rápida disseminação de informações societárias aos detentores de ADRs e permitir a tempestiva transmissão de suas instruções às assembléias de acionistas. A legislação de âmbito nacional no país do emissor e as práticas de custodiantes, depositários e câmaras de compensação devem garantir que o sistema de votação por procuração funcione tão bem para os detentores de ADRs quanto para aqueles que detêm as correspondentes ações-objeto.

31. A emissão de procurações coletivas que permitam à administração exercer os direitos de voto inerentes às ações-objeto de ADRs e a adoção de práticas que introduzam de forma semelhante um viés negativo em relação a ADRs não votadas, não devem ser consideradas uma boa prática corporativa; da mesma forma, deve-se evitar a adoção de contratos de custódia que estipulem tais práticas.

32. *As disposições legais destinadas a proporcionar aos acionistas minoritários a oportunidade de eleger conselheiros devem evidenciar-se exequíveis na prática.*

33. Nas situações em que a legislação dispuser sobre indicação proporcional de conselheiros, existência de voto múltiplo ou outros mecanismos destinados a promover a participação de acionistas minoritários, os sistemas de votação devem funcionar na prática de forma a proporcionar aos acionistas não controladores uma oportunidade real de se unirem e conseguirem voz ativa mediante influência exercida na composição do conselho de administração. Quando a estrutura jurídica não incluir disposições que proporcionem aos acionistas minoritários a oportunidade de influenciar a composição do conselho, devem se considerados outros meios, tais como os requisitos para registro em bolsa e compromissos espontâneos dos acionistas para conseguir diversidade adequada entre os membros do conselho.

Incentivar o surgimento de acionistas ativos e bem-informados:

34. *Governos, entidades reguladoras e beneficiários devem insistir para que os fundos de pensão e outros acionistas institucionais disponham de incentivos e estruturas de governança que lhes sirvam de motivação para exercer seus direitos patrimoniais de modo eficaz e consciente.*

35. Uma atmosfera normativa correta e boas práticas de governança encorajam os investidores institucionais a: (1) tomar decisões sobre investimentos direcionadas a potencializar bons resultados para os acionistas; e (2) exercer efetivamente suas obrigações fiduciárias de acionistas, nas sociedades nas quais estes últimos investiram os recursos a eles confiados. O regime regulador dos fundos de pensão e seu sistema de fiscalização devem proporcionar aos administradores desses fundos incentivos apropriados que visem potencializar o retorno sobre os investimentos. As prioridades nesta área podem variar de país para país; porém, em cada caso, deverá haver certa vigilância por parte dos formuladores de políticas, das entidades reguladoras e das autoridades fiscalizadoras no sentido de assegurar proteção contra possíveis conflitos de interesses por parte dos administradores dos fundos, contra esquemas de pagamento de taxas que estabeleçam padrões inadequados, ou outros aspectos de estrutura regulamentar que levem os administradores a agir de maneira a não potencializar o retornos para os investidores.

36. De igual modo, é preciso dispensar especial atenção à administração de investimentos de bancos de desenvolvimento estatais (e de entidades multilaterais correspondentes, tais como a IFC, a Interamerican Investment Corporation, a Andean Development Corporation e outras) e aos efeitos causados à governança pela alocação de recursos estatais. Se, por um lado, houve um declínio na participação estatal direta sobre o setor privado, por outro lado, em vários países, os recursos canalizados pelo estado e o financiamento de bancos de desenvolvimento multilaterais continuam a atuar como fontes importantes de financiamento a longo prazo. É preciso que governos e bancos de desenvolvimento multilaterais garantam que essas fontes de financiamento e garantias insistam na adoção dos padrões mais elevados de governança e transparência exigidos pelo mercado de capitais. Estratégias de investimento conjunto, que permitam a entidades dos setores público e privado investir com base nas mesmas condições, podem representar um mecanismo que assegure equilíbrio e, ao mesmo tempo, motive maior adoção de padrões de governança comuns por investidores institucionais de todos os tipos.

37. Avaliações objetivas de práticas de governança e transparência devem ser incluídas como elementos essenciais em decisões de investimento envolvendo bancos de desenvolvimento estatais e multilaterais, influenciando dessa forma o estabelecimento dos respectivos preços. Os bancos de desenvolvimento estatais e multilaterais devem, assim, considerar as políticas que reconheçam a redução de risco proporcionada por práticas de boa governança mediante o aperfeiçoamento progressivo dos prazos de financiamento oferecidos a clientes que atendam a padrões objetivos especificados em institutos internos do país, ou contidos em programas específicos desses bancos ou coletivamente desenvolvidos.

38. *Com vistas a incentivar a participação de fundos de pensão e outros investidores institucionais como acionistas ativos e bem-informados, devem ser eliminadas as restrições antiquadas e desnecessárias que pesam sobre a capacidade de tais investidores exercerem seus direitos de acionistas.*

39. Os fundos privados de pensão, tanto os de adesão voluntária quanto os de adesão compulsória e administração privada, representam, possivelmente o grupo mais poderoso de investidores nacionais interessados em boas práticas de governança corporativa. Considerando a natureza compulsória de alguns desses planos e a função social crítica que possuem, as entidades reguladoras devem especificamente empenhar-se para que as sociedades que emitem valores mobiliários passíveis de compor a carteira desses fundos de pensão sejam suficientemente transparentes e bem governadas.

40. Concomitantemente, os legisladores, as entidades reguladoras e os beneficiários devem reconhecer que as deficiências existentes na governança e nos regulamentos dos fundos de pensão – as quais desestimulam a concorrência na administração de carteiras (tais como as exigências que implícita ou explicitamente requerem que as carteiras dos fundos reproduzam o desempenho de determinado índice) – restringem os incentivos aos administradores dos fundos para que estes atribuam uma importância bastante

elevada aos aspectos de governança e transparência. Uma resposta adequada a essa circunstância (e com respeito à qual já existe uma série de experiências feitas na região) talvez seja a de modificar o regime jurídico do investimento, ou seja, permitir investimentos proporcionalmente maiores em sociedades que atendem a determinados objetivos de governança corporativa e observam as exigências de divulgação de informações.

41. *Investidores institucionais que atuam como fiduciários devem articular sua respectiva posição ante as práticas de governança corporativa das sociedades beneficiárias de seus investimentos e seus procedimentos relativos a ações com direito a voto detidas nessas mesmas sociedades, divulgando-os regularmente ao público e a seus beneficiários.*

42. Na divulgação feita a esses beneficiários e ao público, os investidores institucionais devem detalhar tanto quanto possível os padrões de governança corporativa que esperam ver adotados pelas sociedades de sua carteira, bem como os procedimentos gerais aplicados ao exercício de direitos vitais, como os de preferência e venda conjunta. A divulgação das práticas de votação deve incluir uma avaliação, feita pelo investidor institucional, que considere os custos e benefícios derivados do exercício ativo de governança corporativa, como acionistas, e, por exemplo, identifique como seriam exercidos os votos no que tange a matérias específicas abordadas em Assembléias Gerais. Também devem ser divulgados o método e os procedimentos que norteiam o exercício dos direitos de voto desses investidores institucionais, incluindo o apoio prestado por serviços de consultoria a procuradores e a parceria com outros investidores institucionais para a nomeação de membros do conselho. Essas informações devem fornecer aos beneficiários elementos apropriados que permitam verificar se o investidor institucional está levando em conta os riscos de má governança corporativa exercida em sociedades de sua carteira e as oportunidades de redução de riscos e potencialização de retornos para os beneficiários, mediante ativa participação como acionista em iniciativas de governança.

II. Tratamento Equitativo de Acionistas

Tratamento justo nas mudanças de controle:

43. *A estrutura jurídica, complementada, quando cabível, por atos constitutivos da sociedade, deve dispor, clara e antecipadamente, sobre o tratamento a ser dispensado aos acionistas minoritários por ocasião de mudança no controle societário.*

44. A otimização da previsibilidade do tratamento a ser dispensado aos acionistas durante as mudanças no controle societário permitirá aos investidores tomar decisões de investimento baseadas em informações mais qualificadas, aumentando, dessa forma, a capacidade de estabelecimento adequado dos preços das ações negociadas no mercado, presumivelmente resultando em menor volatilidade geral decorrente de incertezas e contrariedades. As sociedades que contam com acionistas minoritários devem assegurar o maior grau possível de transparência com relação às condições econômicas ou não econômicas de qualquer operação que pressuponha a mudança de controle societário para a sociedade. Os acionistas minoritários devem ser informados acerca dos detalhes de todos os acordos contratuais relevantes envolvendo venda de bloco de ações controladoras, inclusive todos os esquemas de pagamentos de taxas (inclusive a terceiros), bem como acordos de natureza não financeira, como cláusulas de não concorrência e contratos de fornecimento celebrados entre o comprador, o controlador-vendedor e os conselheiros e administradores da sociedade.

45. Da mesma forma, o esquema de oferta para aquisição de ações deve incluir disposições sobre a divulgação integral de informações por todas as partes (inclusive compradores, controladores, gerentes e conselheiros da sociedade), publicando informações sobre a responsabilidade dos administradores, sobre o preço único de aquisição e sobre o período razoável no qual os acionistas decidirão sua participação na aquisição. Cada membro do conselho deveria examinar cuidadosamente a legitimidade de cada oferta,

comunicando formalmente sua opinião aos acionistas. O conteúdo das reformas legais introduzidas recentemente na região indicam nítido consenso no sentido de que os mecanismos que exigem ofertas obrigatórias, parciais ou totais, de aquisição de ações (inclusive direitos de outros acionistas de realizar venda conjunta, conhecido como *tag-along*), no caso de mudanças no controle societário, facilitam o tratamento equitativo em questão, inspirando confiança e promovendo um desenvolvimento coerente do mercado de capitais. Nos casos em que a legislação existente apresentar outras opções diferentes, os atos constitutivos da sociedade devem eliminar quaisquer ambigüidades.

46. *A estrutura jurídica deve proporcionar uma definição clara dos eventos de natureza fundamentalmente transformadora para a sociedade, ou que sejam potencialmente de tal forma prejudiciais aos acionistas minoritários que possam ensejar o direito de retirada dos acionistas minoritários da sociedade.*

47. Via de regra, as leis societárias da região reconhecem haver determinados eventos (tais como a modificação do objeto social da empresa, ou a reestruturação de seu capital social) que afetam de maneira tão profunda o relacionamento entre a própria sociedade e os seus acionistas que, nesses casos, o bom-senso impõe o direito de retirada aos acionistas dissidentes. A legislação nacional deve ser o mais explícita possível acerca dos atos societários que implicam a aquisição do direito de retirada, detalhando-os na maior extensão possível. Se as leis societárias nacionais não forem claras, ou se nelas houver margem para interpretações, o estatuto social de cada empresa deve preencher essas lacunas.

48. *O modelo legal deve apresentar um sistema justo, prático e previsível para a avaliação das ações em poder dos investidores minoritários, a serem adquiridas nos casos de fechamento de capital ou exercício do direito de retirada, visando com isto oferecer-lhes, tanto quanto possível, um valor justo para suas ações considerado o valor econômico da empresa.*

49. A legislação, as normas adotadas pelas bolsas de valores e os atos constitutivos das sociedades, na prática, não conseguiram garantir tratamento equitativo a acionistas em casos de “venda forçada” (squeeze-outs), fechamento de capital e exercício, pelos acionistas, do direito de retirada. Nesses casos, o objetivo da política deve ser o de permitir ao acionista assegurar o valor econômico proporcional inerente às suas ações. Embora nenhum método seja perfeito, os que se baseiam na avaliação independente são superiores àqueles que se baseiam no valor histórico ou àqueles que permitem a manipulação dos preços de mercado para os valores mobiliários sem liquidez. No caso de evento de venda forçada, decisão de fechamento de capital ou evento que possa ensejar o direito de retirada da sociedade, cada conselheiro deveria ponderar cuidadosamente a legitimidade de qualquer dessas operações com os acionistas dispostos a se retirar da sociedade, além de comunicar formalmente a respectiva opinião aos acionistas. Os conselheiros acionistas deveriam divulgar quais medidas foram por eles adotadas com relação a suas próprias ações quando existirem outras alternativas de ação.

III. O Papel de Partes Interessadas nas Práticas de Governança Corporativa

50. *O conselho de administração deve assegurar a implementação de esquemas seguros de divulgação de informações, que proporcionem conhecimento da legislação e o respectivo cumprimento, por parte dos administradores, dos direitos de empregados e demais partes com interesse na sociedade.*

51. É importante que determinados direitos outorgados aos empregados e demais partes com interesse na sociedade, relativos à própria sociedade ou a seu processo de governança sejam reconhecidos, respeitados e passíveis de execução. Verificar se os direitos de tais partes com interesses na sociedade são respeitados na prática é tarefa da administração da sociedade, ao passo que o conselho de administração é responsável por monitorar diligentemente os esforços da administração nesse sentido. Isto exige, entre outros aspectos, a implementação de sistemas internos efetivos que informem aos administradores da sociedade os direitos em questão, atribuindo-lhes responsabilidade sempre que tais direitos não forem

respeitados. Cabe ao Conselho de Administração certificar-se de que esses sistemas de informação e emissão de relatórios para observância dos aludidos direitos sejam estabelecidos.

52. *As sociedades devem espontaneamente cogitar da preparação e emissão de relatórios anuais sobre as relações com partes interessadas.*

53. A competitividade corporativa resulta de um trabalho de equipe, com contribuições advindas de vários provedores de recursos, inclusive de empregados. É direito dos acionistas, portanto, interessar-se em compreender como as sociedades, à parte do cumprimento de requisitos legais, procuram desenvolver essas relações com o objetivo de promover as perspectivas futuras da sociedade. São vitais as relações mantidas com partes interessadas que não sejam empregados, inclusive com comunidades locais. É essencial tratar essas relações com total integridade e cultivá-las de modo transparente, visando tornar a natureza dos compromissos assumidos a mais previsível possível. Com os padrões nacionais e internacionais para divulgação das relações mantidas com partes que tenham interesse nas sociedades ganhando maior aceitação, as sociedades deverão empregá-los em seus relatórios anuais ou de outra periodicidade. Obs.: Um exemplo desses padrões é a Iniciativa Global de Apresentação de Relatórios [Global Reporting Initiative].

54. *O conselho e a administração da sociedade devem estimular e facilitar a divulgação de informações envolvendo práticas ilícitas e antiéticas.*

55. Práticas ilícitas e antiéticas de administradores podem lesar os direitos dos acionistas, mas além disso seus efeitos podem reverter contra a imagem da sociedade e de seus acionistas, envolvendo um risco significativo de contingências futuras. As estruturas e políticas internas prevendo a comunicação desse tipo de prática devem, portanto, assegurar que os administradores da sociedade não utilizem seus cargos, por exemplo, na qualidade de empregadores, para abafar queixas de acionistas mediante ameaças ou remunerações ilícitas. As sociedades deveriam também estabelecer procedimentos e esquemas de proteção para seus empregados e outros “denunciantes” que possam trazer à tona reclamações acerca de práticas ilícitas e antiéticas. Algumas sociedades, por exemplo, designam um representante específico para tratar de reclamações advindas de partes interessadas. As entidades reguladoras podem solicitar a criação de esquemas confidenciais de comunicação dessas reclamações via email e telefone. Os procedimentos e esquemas de proteção relacionados a reclamações vindas dos empregados podem estar proficientemente fundamentados em um código de ética desenvolvido pela sociedade, que enuncie claramente os valores básicos aos quais empregados de todos os níveis deveriam aderir como profissionais.

IV. Divulgação de Informações e Transparência

Qualidade e Integridade de Relatórios Financeiros

56. *A estrutura jurídica e regulamentar utilizada na preparação de relatórios financeiros deve ser avaliada levando principalmente em conta os conflitos de interesses das partes envolvidas, inclusive os auditores externos.*

57. Entre as informações tornadas públicas pela sociedade, os relatórios anuais são as mais importantes e abrangentes. Os mercados de capital eficientes, dessa forma, exigem que essas informações sejam preparadas, examinadas e difundidas de modo correto e tempestivo. Nesse processo, é importante que a divisão de responsabilidades entre as várias áreas da sociedade e os fornecedores externos de serviço seja bem definida, e suas opiniões e ações não sejam comprometidas por conflitos de interesse.

58. *As autoridades responsáveis pelos padrões aplicáveis às sociedades de capital aberto devem, com intencional rapidez, fazer com que os padrões contábeis nacionais estejam em total conformidade com os Padrões de Relatórios Financeiros Internacionais (IFRS).*

59. Os que investem em sociedades de capital aberto têm o direito de receber informações financeiras precisas, completas, inteligíveis e passíveis de comparação com as demais sociedades. Isso significa, cada vez mais, que os investidores nacionais e internacionais devem receber demonstrações financeiras preparadas de acordo com padrões reconhecidos e que ensejem, mais do que evitem, comparações entre sociedades participantes do mesmo setor, independente de sua localização. Mesmo nos locais em que os padrões contábeis locais difiram significativamente dos IFRS, as sociedades de capital aberto deveriam fornecer aos investidores demonstrações preparadas de acordo com os IFRS, de maneira espontânea ou em cumprimento a requisitos para credenciamento em bolsa.

60. *Os relatórios financeiros devem ser analisados por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os mais elevados padrões internacionais.*

61. A auditoria externa é uma etapa crítica do processo de divulgação. Mercados eficientes e a própria confiança do investidor exigem que a auditoria externa seja realizada de modo profissional, isenta de qualquer conflito de interesse que possa comprometer a opinião do auditor e a qualidade do trabalho. As estruturas jurídica e regulamentar devem assegurar a independência dos auditores, mediante a inclusão de normas claras prevendo rotatividade das empresas de auditoria e/ou dos sócios responsáveis pelos trabalhos de auditoria, divulgação de receitas não relacionadas à auditoria, e proibição, aos auditores, de prestar determinados serviços cuja natureza claramente comprometeria a possibilidade de realização de um trabalho objetivo de auditoria. Os auditores externos deveriam ser contratados por períodos limitados e específicos. Em países nos quais a rotatividade dos auditores ou sócios ainda não é exigida, a renovação do contrato deveria ocorrer somente, após avaliação satisfatória da independência e desempenho demonstrados. No caso de permissão para serviços não relacionados a auditoria, o conselho de administração ou o Comitê de Auditoria devem responsabilizar-se pela garantia de que a prestação desses serviços, pelos auditores externos, não irá comprometer a qualidade ou objetividade dos trabalhos de auditoria. Por esse motivo, é recomendável que a sociedade, por exemplo, divulgue integralmente os serviços não relacionados a auditoria, prestados pelos auditores independentes externos à sociedade e suas partes relacionadas. Cabe aos acionistas o direito de saber que porção dos honorários está representada por serviços de auditoria e, também, por outros serviços prestados à sociedade e afiliadas. A disposição de aperfeiçoar a independência dos auditores e a responsabilidade dos acionistas é melhor analisada nos “Princípios de Independência dos Auditores e o Papel da Governança Corporativa na Fiscalização dessa Independência”, emitidos pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO).

62. Também é importante que a criação de padrões de auditoria seja controlada por um órgão efetivo que aja no interesse público, independentemente das profissões ligadas a contabilidade e auditoria. Nesse aspecto, os “Princípios de Fiscalização dos Auditores”, emitidos pela IOSCO, podem ser úteis na busca de mecanismos exigidos para supervisão efetiva.

63. Finalmente, é importante que a profissão de auditor na América Latina atenda aos mais elevados padrões profissionais. As empresas de auditoria que operam em escala mundial e prestem serviços a sociedades sediadas na América Latina devem, dessa forma, assegurar que as práticas adotadas nessa parte do continente atendam a padrões de qualidade aplicáveis a outros mercados de capitais mais desenvolvidos.

64. *A sociedade deve divulgar aos acionistas todos os relacionamentos comerciais que mantém, além de disposições importantes de contratos, substanciadas por informações societárias, como agências de classificação de crédito, bancos de investimentos e analistas.*

65. As sociedades, acionistas e demais partes com interesse na sociedade dependem de prestadores de serviços profissionais externos para o desempenho de funções críticas. Os acionistas têm direito a informações transparentes e razoáveis com as quais possam avaliar a qualidade e objetividade da orientação recebida desses profissionais. Isso só pode ser conseguido se os relacionamentos comerciais e cláusulas relevantes de contratos celebrados com esses profissionais forem divulgados aos acionistas de maneira completa e tempestiva.

Divulgação de Participações e Controle Societário:

66. *A estrutura jurídica deve oferecer meios efetivos para a obtenção de informações acerca de investidores e controladores indiretos.*

67. Informações acuradas que permitam a determinação da propriedade são essenciais para a identificação de conflitos potenciais de interesse, operações com partes relacionadas e utilização de informações privilegiadas – todas as quais podem prejudicar os acionistas minoritários. A competência e obrigações de órgãos de supervisão, custodiantes, intermediários financeiros, outros prestadores de serviço e corporações no que se refere a investidores e controladores da sociedade deveriam ser especificadas e cumpridas. Esforços no sentido de otimizar a colaboração entre esses órgãos seriam importantes para permitir a identificação de grandes acionistas indiretos, de modo a fazer valer os regulamentos que dependem dessas informações como, por exemplo, os relacionados a operações com partes relacionadas. Uma referência proveitosa nesse sentido é o modelo da OCDE denominado “Opções para Obtenção de Informações acerca de Propriedade e Controle Indiretos”. De modo prático, o modelo descreve a adequabilidade e eficácia de três opções não mutuamente excludentes: 1) divulgação espontânea; 2) imposição, aos prestadores de serviço, da obrigação de manterem informações acerca da propriedade e controle indiretos; e 3) utilização de sistema investigativo. O modelo pode ser utilizado como ferramenta de auto-avaliação acerca da conveniência e eficácia das três opções.

68. *As leis e regulamentos devem deixar claro que as sociedades de capital aberto devem divulgar sua estrutura acionária, e que os acionistas detentores de parcelas específicas de participação e voto devem informá-las, bem como quaisquer mudanças nelas havidas, à sociedade, à bolsa de valores e ao público em geral.*

69. A transparência da estrutura de propriedade e controle indiretos é necessária na avaliação de acionistas atuais e potenciais acerca da respectiva capacidade de influência no processo decisório. Os acionistas atuais e potenciais devem estar totalmente a par da identidade dos que de fato controlam a sociedade, sendo capazes de identificar quem nela tem interesse econômico. Para que os acionistas possam votar suas ações e exercer outros direitos relativos à propriedade e de caráter econômico de modo bem-informado e tempestivo, é necessário acesso imediato e franco à lista de acionistas.

70. *A estrutura jurídica e as regras adotadas pelas bolsas de valores devem dispor sobre a integral divulgação de acordos de acionistas que possam interferir na forma pela qual a sociedade é administrada ou no tratamento dispensado aos acionistas. Esses acordos incluem entendimentos relacionados ao exercício de direitos de voto, opções de venda e de compra, direitos de preferência, votos de ações em tesouraria e poderes de determinados acionistas para indicar administradores da sociedade.*

71. Os acionistas têm direito de compreender plenamente os mecanismos por meio dos quais se exerce o controle sobre as operações da sociedade. Em muitos casos, os acordos entre os acionistas controladores determinam as relações de poder na sociedade, bem como potenciais pólos de divergência entre os acionistas controladores e os demais acionistas. Os prospectos e relatórios anuais devem, por exigência, incluir uma declaração cabal de todos os aspectos relevantes presentes em acordos de acionistas, devendo tais acordos ser registrados no livro de registro de acionistas e disponibilizados aos acionistas a um custo mínimo. A estrutura jurídica deve dispor que os acordos de acionistas não divulgados consoante exigências legais e não anotados no livro de registro de acionistas são inexecutáveis. A não divulgação de acordos de acionistas também deve estar sujeita ao mesmo tipo de sanções administrativas e judiciais aplicáveis à não divulgação de informações relevantes a investidores; porém, nesse caso, não será a própria sociedade que arcará com a penalidade imposta, mas sim as partes envolvidas nos acordos.

72. No cumprimento de suas atribuições, os membros do Conselho de Administração devem ter plena autonomia para praticar os atos que, em seu melhor juízo, atendam aos mais legítimos interesses da sociedade e de todos os acionistas. Desta forma, os acordos de acionistas não devem, sob qualquer circunstância, cercear a autonomia e independência dos conselheiros. As disposições de acordos de

acionistas que visem lhes atribuir competência para instruir conselheiros sobre como estes devem votar no Conselho deverão ser consideradas nulas e inoperantes consoante a legislação de cada país. De igual modo, devem ser refutadas as leis nacionais que autorizem os acionistas a instruir os conselheiros por eles eleitos sobre o modo pelo qual estes devem desempenhar suas funções no Conselho.

Operações com Partes Relacionadas e Conflitos de Interesses:

73. *A estrutura jurídica deve exigir que a sociedade e os acionistas controladores identifiquem todas as partes com as quais os controladores mantenham relacionamento comercial relevante para a sociedade e, ainda, a ampla divulgação de todas as operações feitas com partes relacionadas.*

74. A estrutura jurídica deve exigir a divulgação plena e periódica de dados relativos à afiliação e participação bem como à remuneração total de conselheiros. A publicação de tais dados deve ser incluída nos relatórios que a sociedade periodicamente disponibiliza aos acionistas.

75. *As sociedades devem enunciar e divulgar integralmente seus procedimentos com respeito a operações que poderiam ser causa de preocupação entre acionistas minoritários, em função de possíveis situações de conflito de interesses envolvendo controladores da sociedade, conselheiros e gerentes.*

76. Determinados tipos de atividade corporativa que envolvem possíveis conflitos de interesses por parte de controladores e gerentes – inclusive operações com partes afiliadas, empréstimos a integrantes da própria sociedade, contratos gerenciais firmados com controladores ou partes afiliadas e a participação da sociedade em outros empreendimentos do acionista controlador – passaram a ser submetidos a acompanhamento específico por parte de acionistas minoritários na América Latina. Em resposta, as sociedades na região começaram a adotar procedimentos específicos para analisar tais operações, visando assegurar a condução de tais atividades no mais legítimo interesse das sociedades. Tais procedimentos podem envolver análise de tais matérias por comitês especiais do conselho de administração, formados por conselheiros independentes que obtêm pareceres de peritos externos e, em alguns casos, exigem a aprovação de acionistas minoritários.

77. Todas as sociedades devem identificar as atividades que especificamente apresentem um potencial conflito de interesses, devendo enunciar claramente seus procedimentos para certificar-se de que tais conflitos não redundem em operações realizadas em termos desfavoráveis à sociedade. Esses procedimentos devem ser integralmente divulgados aos acionistas e ao público em geral. Determinados tipos de operação permitidos por legislações nacionais (como, por exemplo, empréstimos feitos por empresas não financeiras a executivos que ocupem posições privilegiadas, controladores e partes afiliadas) podem apresentar um potencial tão grande de conflitos de interesses, explícitos ou implícitos, que a política mais sensata que uma sociedade poderia adotar, nesse caso, seria a de simplesmente proibir tais tipos de operação. No caso de operações permitidas, pode ser útil que a sociedade arque com o ônus da prova, cabendo-lhe demonstrar que as condições dessa operação são de interesse para a sociedade e todos os acionistas.

78. No caso de sociedades de capital aberto sob controle familiar, os procedimentos societários relativos à interação entre a sociedade e a família controladora (como, por exemplo, no caso de um membro da família possuir contrato de emprego com a sociedade, ou mesmo a existência de blocos de ações em poder do clã familiar) devem ser claramente explicados e divulgados.

79. *Deve-se exigir que os acionistas controladores, conselheiros, administradores e outros executivos que ocupem posição privilegiada na sociedade apresentem relatórios completos de todas as suas operações com valores mobiliários da sociedade e de afiliadas.*

80. A divulgação de esquemas de negociação por pessoas que ocupem posição privilegiada na sociedade é útil tanto para o mercado quanto para as próprias pessoas com tal acesso, já que assim elas

gozariam de certa liberdade para fazer suas transações sem temer acusações infundadas de terem negociado com base em informações privilegiadas. As sanções pela omissão em realizar tal divulgação de maneira tempestiva devem ser suficientemente severas para coibir a inobservância destas disposições.

81. *Com a finalidade de inspirar a confiança do público na integridade dos mercados, todas as jurisdições devem fazer valer as normas de “lucro com operações de curto prazo”, as quais exigem que as pessoas com acesso a informações privilegiadas devolvam à sociedade os lucros auferidos por meio da compra e venda de ações realizadas dentro de períodos suspeitamente curtos.*

82. A intensa negociação de ações da própria sociedade por executivos que nela ocupem posições privilegiadas sempre desperta a desconfiança de que essa prática possa ser motivada pelo acesso privado e privilegiado a informações. Quando as compras e as vendas são feitas com muita frequência pelo mesmo executivo titular de cargo privilegiado, a melhor atitude para inspirar a confiança entre os investidores é proibir essas operações e, caso elas ocorram, exigir que qualquer lucro delas resultante seja devolvido à sociedade.

Tratamento de Informações Temporariamente Sonegadas ou Reservadas:

83. *Nas jurisdições que permitem que o conselho temporariamente não divulgue publicamente informações relevantes, devem ser estabelecidos rígidos limites quanto à natureza dessas informações “reservadas”, bem como quanto ao período durante o qual tal o acesso público a tal informação pode ser negado. A responsabilidade por demonstrar a legitimidade e conveniência desse silêncio deve, sempre, pesar sobre o conselho e a administração da sociedade.*

84. A boa governança e a responsabilidade da administração e do conselho perante os acionistas fundamentam-se nos aspectos de plena transparência e divulgação de informações. Embora, em alguns casos, as informações em poder do conselho de administração tenham de ser mantidas em sigilo, salvaguardando assim os melhores interesses da sociedade, como em casos de negociações em andamento, tal prática deve estar sujeita a restrições baseadas na natureza das informações a serem preservadas e, ainda, no período durante o qual elas devem ser mantidas em sigilo. O conselho de administração deve, em todos os casos, evidenciar claramente os motivos que ensejariam a retenção temporária dessas informações. A entidade reguladora do mercado de valores mobiliários deve analisar essas razões e insistir na redução dos períodos de não divulgação de informações, rejeitando as decisões do conselho que não atendam aos padrões jurídicos.

Procedimentos de Governança Corporativa:

85. *Todas as sociedades de capital aberto devem preparar, pelo menos anualmente, um relatório atualizado sobre estruturas e práticas relativas à governança corporativa. A preparação desses relatórios deve estar sob a responsabilidade do conselho de administração ou do comitê de governança nomeado pelo conselho, quando tal comitê existir.*

86. As sociedades devem apresentar relatórios sobre o conteúdo de seus respectivos procedimentos, eventuais alterações introduzidas desde a última divulgação, o motivo pelo qual as alterações foram introduzidas, os procedimentos que buscam garantir a situação regular da sociedade e a avaliação do cumprimento da sociedade em relação a leis e regulamentos. As entidades reguladoras e as bolsas de valores devem exigir essa divulgação e, quando houver padrões reconhecidos, fazer com que a sociedade descreva a justificativa para eventual divergência com relação às práticas recomendadas por esses mesmos padrões.

V. As Responsabilidades do Conselho de Administração

Integridade do Conselho e Autonomia dos Conselheiros:

87. *A estrutura jurídica e as práticas geralmente aceitas precisam refletir com clareza que todos os conselheiros, individual e coletivamente, devem atuar em prol da sociedade e de todos os seus acionistas. Apesar de os votos de acionistas individuais ou de grupos deles levarem à nomeação de membro que desejarem para o conselho, isso não pressupõe que esses acionistas possam controlar o comportamento desse conselheiro naquele órgão.*

88. No exercício de suas atribuições, o Conselho não deve agir ou ser visto como porta-voz dos interesses individuais de determinados acionistas da sociedade. Se, por um lado, membros individuais do conselho podem de fato ser indicados ou eleitos por um único acionista ou grupo de acionistas que compartilham das mesmas opiniões e votam juntos, por outro deve ficar bem claro que, uma vez assumidas as respectivas responsabilidades como membros do conselho, todos os conselheiros estarão sujeitos às mesmas funções segundo previsto na lei das sociedades por ações, nos estatutos da sociedade e demais documentos pertinentes. Uma importante característica do trabalho do conselho é que as funções de cada um de seus membros, independentemente de como estes foram selecionados, sejam cumpridas de maneira imparcial e tendo como objetivo maior os interesses da sociedade e dos acionistas como um todo.

89. Nos atos constitutivos de muitas sociedades, estipula-se caber aos acionistas minoritários e outros a indicação de membros do conselho. De fato, este Relatório Oficial e muitos códigos-padrão recomendam a adoção de mecanismos que assegurem aos acionistas minoritários a oportunidade de prestar sua contribuição à governança da sociedade mediante a indicação de conselheiros. Essa alternativa não deve, todavia, ser interpretada como endosso à figura dos conselheiros “porta-voz”, mas, antes, como um meio de conquistar o tipo de diversidade de experiências e perspectivas desejáveis para o conselho.

90. Nos atos constitutivos e demais documentos pertinentes da sociedade, devem ser evitadas disposições que permitam aos acionistas interferir no exercício, pelos conselheiros, do respectivo dever de agir no melhor interesse da sociedade e de todos os acionistas em determinadas matérias incluídas na competência do conselho. Os acionistas devem expressar sua vontade e proteger seus próprios interesses no exercício de seus direitos contratuais e estatutários, além de participarem das assembléias de acionistas, mas não orientando conselheiros sobre como votar nas reuniões do conselho. A estrutura jurídica e os atos constitutivos da sociedade não devem permitir práticas (como “reuniões prévias” e instruções de voto dadas por acionistas a conselheiros eleitos com seus votos) mediante as quais os acionistas possam limitar a capacidade de cumprimento, pelos conselheiros, de seu dever de agir no melhor interesse da sociedade e de todos os acionistas.

91. *No caso de sociedades controladas por um único acionista ou grupo de acionistas que atuam em consenso, cabe ao conselho a responsabilidade não só de garantir que o papel específico desempenhado pelo controlador seja compreendido pelos demais investidores como também de certificar-se de que o relacionamento entre a sociedade e o controlador se processe de modo justo e transparente.*

92. Na prática, os controladores podem, de fato, contribuir com informações, contatos e redes de relacionamento de considerável valor, beneficiando o trabalho do conselho e as operações corporativas. Quando este for o caso, é, no entanto, crucial que tais relacionamentos sejam bem compreendidos comunicadas, e que a remuneração devida aos controladores por conta dessa contribuição seja estabelecida por ocasião do recebimento da contribuição, e não subseqüentemente, de acordo com critérios dos próprios controladores.

93. *Maior especificidade será exigida nas estruturas jurídicas da região com respeito aos processos regimentais que os conselheiros deverão seguir para cumprir seus deveres atinentes ao zelo e à lealdade devidos à sociedade.*

94. As estruturas jurídicas da região são razoavelmente claras no sentido de que os conselheiros têm para com a sociedade (e, por extensão, para com seus acionistas) um dever de lealdade e zelo. Todavia, na ocorrência de eventos societários extraordinários que exijam a aprovação dos acionistas, tais como mudanças de controle, fusões, reestruturações, novos investimentos de vulto, venda de ativos essenciais e operações com partes relacionadas, detectam-se defasagens nas estruturas jurídicas com respeito a responsabilidades específicas dos conselheiros. Dada a carência de experiência e precisão na interpretação do dever de lealdade e zelo por tribunais dos países da região, os legisladores e reguladores devem favorecer o estabelecimento de normas “claramente enunciadas para resolução de conflitos”, dispendo sobre os eventos específicos que desencadeiam procedimentos bem definidos que os conselheiros devem necessariamente seguir. Um dos aspectos vitais que essas normas claramente enunciadas para resolução de conflitos devem abordar é o desequilíbrio de informações entre o controlador, conselheiros e gerentes, de um lado, e acionistas minoritários, de outro. Em tais casos, as leis, os requisitos para registro em bolsa e os estatutos da sociedade devem exigir, no mínimo, que todos os conselheiros divulguem a existência de interesses pessoais na operação então sob análise, fornecendo um parecer escrito aos acionistas com suas respectivas recomendações.

95. *Para promover a integridade do conselho, os acionistas devem empenhar-se para manter número suficiente de conselheiros que não dependam da administração e dos acionistas controladores.*

96. A administração da sociedade deve visualizar o conselho como um instrumento valioso ao qual recorrer. Isto, entretanto, pressupõe uma composição segundo a qual fazem parte do conselho membros dispostos e capazes de realizar julgamentos independentes e de oferecer orientação objetiva ao Diretor Presidente e à alta administração. Cabe destacar que conselheiros independentes podem desempenhar um papel importante em algumas funções mais essenciais do conselho, tais como as de análise das operações com partes relacionadas e as de supervisão fiscal e controles internos. Os relacionamentos entre conselheiros e controladores não comprometem, automaticamente, a capacidade que os conselheiros têm de manifestar julgamentos independentes; por outro lado, de modo geral, é interessante para a sociedade e todos seus acionistas que o conselho também inclua membros que não sejam gerentes executivos da empresa nem estejam diretamente ligados aos acionistas controladores.

97. Se, por um lado, houve progresso nos últimos anos, por outro lado, ainda há muito a ser feito para melhorar as práticas envolvidas na nomeação de conselheiros que possam efetivamente trazer julgamentos independentes. Levando-se em consideração que os critérios objetivos de “independência” podem variar de país para país e de empresa para empresa, dependendo dos padrões de controle e afiliações a outras companhias, para uma empresa individual a definição de independência pode ser feita apropriadamente com base em códigos ou regulamentos nacionais ou em diretrizes de melhores práticas que reflitam as circunstâncias no contexto nacional. Independentemente do critério adotado pela empresa para definir “independência”, os acionistas devem ter um papel ativo no processo de desenvolvimento desse critério.

98. Constitui um critério básico, em qualquer situação, a não atuação de executivos da empresa como conselheiros independentes. Vários países da América Latina já exigem a separação do Diretor Presidente, de um lado, e do Presidente do conselho de administração, de outro, algo que deveria ser considerado uma “boa prática” também em jurisdições da América Latina que não estão sujeitas a esse procedimento obrigatório.

99. A empresa pode considerar a possibilidade de realizar reuniões regulares entre os conselheiros independentes (exceto os membros da administração e do conselho de administração associados aos controladores), visando fortalecer ainda mais a competência e a parcela de contribuição dos conselheiros. Os conselheiros devem também contar com recursos financeiros e profissionais suficientes para o exercício competente e profissional de suas funções.

100. *As práticas e estruturas do conselho de administração devem reforçar a capacidade de cada um de seus integrantes e do conselho, como um todo, para atuar de forma independente em relação à administração e aos acionistas controladores.*

101. O aprimoramento das práticas e estruturas do conselho de administração, inclusive a existência de comitês permanentes, pode aumentar a efetividade e credibilidade do conselho. Esse aprimoramento é especialmente importante quando existe ampla convicção de que os conselheiros afiliados a acionistas controladores, administração e outras partes interessadas serão influenciados em decisões que envolvam os interesses dessas partes. Toda empresa deve ter uma política que defina claramente a forma pela qual o conselho avaliará e decidirá assuntos que representem potenciais conflitos de interesse. Essas políticas devem ser elaboradas com base nas circunstâncias específicas dos negócios da empresa, seu patrimônio e administração, bem como na composição do respectivo conselho. As políticas do conselho de administração devem prever que os conselheiros afiliados a qualquer parte interessada em determinada operação sob análise abster-se-ão de debater e votar essa matéria específica. Quando os negócios da empresa forem de tal natureza que as operações se tornem usuais, a melhor solução poderá ser a instituição de um comitê permanente pelo conselho de administração para a solução de conflitos, devendo esse comitê estabelecer termos de acordo objetivos e ser composto de conselheiros não afiliados às partes envolvidas.

102. *Os órgãos reguladores e as bolsas de valores devem tomar medidas para acelerar o processo de estabelecimento de comitês instituídos pelo conselho, compostos de, no mínimo, uma maioria de conselheiros independentes, para exercer funções que possam representar conflitos de interesses. Como exemplo dessas funções, citam-se a supervisão de auditorias, a supervisão da administração de salários e a análise de operações realizadas com partes relacionadas da empresa.*

103. Em todo o mundo, as práticas societárias estão nitidamente evoluindo para que os comitês específicos instituídos pelo conselho de administração desempenhem papel mais importante, particularmente nas áreas de auditoria e definição da remuneração. O conteúdo de códigos nacionais relativos a melhores práticas e os procedimentos de governança corporativa adotados por grandes empresas latino-americanas também refletem o crescente consenso de que esses comitês específicos podem representar um meio eficiente não só para garantir que o próprio conselho desenvolva efetivamente suas atividades fundamentais, mas também para inspirar confiança nos investidores. Entretanto, a maioria das sociedades latino-americanas de capital aberto precisa envidar maiores esforços no sentido de desenvolver práticas eficazes voltadas a tais comitês.

104. Visando definir com clareza os níveis de responsabilidade e de prestação de contas perante todo o conselho e, em última instância, perante a empresa e seus acionistas, somente os próprios conselheiros devem integrar os comitês instituídos pelo conselho. Os membros dos comitês instituídos pelo conselho responsáveis pela supervisão de funções gerenciais essenciais e de conflitos de interesse devem reunir-se regularmente. Os membros independentes do conselho fiscal devem reunir-se periodicamente com os auditores externos da empresa, sem a presença da administração. No entanto, de acordo com a prática usual de realização de reuniões, é possível esperar que figuras principais da administração da sociedade, tais como as do Diretor Presidente ou do Diretor Financeiro e as de outros responsáveis por controles internos, compareçam às reuniões do conselho fiscal.

105. *Ao constituir comitês com objetivos específicos, deve-se documentar formalmente e divulgar as respectivas atribuições, composição, normas de trabalho e atividades principais.*

106. Se, por um lado, a utilização de comitês específicos instituídos pelo conselho expandiu-se mundialmente nos últimos anos, por outro lado, ainda existe muita confusão em várias jurisdições quanto à sua situação legal, responsabilidades, composição etc. Para que esses comitês possam efetivamente melhorar o funcionamento do conselho e garantir aos investidores que se destinam a um propósito significativo, o seu papel, mandato, situação e composição devem ser esclarecidos e divulgados ao mercado, inclusive com a emissão de relatórios periódicos acerca de suas principais atividades aos acionistas.

107. Os formuladores de políticas e as entidades reguladoras devem analisar a experiência vivenciada com órgãos de fiscalização internos e proceder à revisão da estrutura jurídica de tal modo que esta venha a refletir uma interpretação realista de sua futura utilidade.

108. Os órgãos de fiscalização societária internos e tradicionais (como, por exemplo, conselhos fiscais, analistas fiscais, síndicos, comissários) desempenham, às vezes, um papel complementar ao do conselho ao proteger os interesses de minorias particularmente vulneráveis, tais como os de detentores de ações sem direito a voto e com direito restrito de voto. Em vista dessas circunstâncias, os formuladores de políticas e as entidades reguladoras devem envidar esforços no sentido de aumentar sua eficácia, dando-lhes autoridade suficiente dentro da empresa para exercerem suas funções de forma competente. As empresas devem destinar os recursos necessários para que esses órgãos possam desempenhar suas funções e comunicar aos acionistas as atribuições e as atividades a serem por eles assumidas visando à proteção da empresa e de seus acionistas.

109. Entretanto, profissionais e legisladores precisam ser realistas com respeito às funções, responsabilidades e capacidade prática desses conselhos fiscais, analistas fiscais, síndicos e comissários. Em muitos casos, os comitês instituídos por conselhos de administração provavelmente apresentarão um desempenho superior no que se refere à proteção de direitos de acionistas e à garantia de eficaz administração societária a longo prazo. Em qualquer caso, os órgãos de fiscalização societária internos e tradicionais não podem substituir e, algumas vezes, podem duplicar o trabalho de conselhos fiscais ativos, instituídos pelos conselhos de administração e responsáveis pela supervisão da suficiência dos sistemas de controle interno da sociedade e pela integridade de sua auditoria externa independente. Como os comitês instituídos pelo conselho se compõem de conselheiros com relacionamento direto com os demais membros do conselho e da administração, eles podem contar com os recursos do próprio conselho; além disso, os membros de conselhos fiscais e de outros comitês especiais, atuando na qualidade de conselheiros envolvidos no desenvolvimento de estratégias e na supervisão dos negócios da empresa, têm maior acesso aos componentes da administração e às informações.

110. Os formuladores de políticas e as sociedades devem examinar cuidadosamente se os benefícios advindos da atuação permitida de conselheiros “suplentes” ou “adjuntos” justificam os riscos potenciais que isto representa à efetividade do conselho. No caso de ser efetivamente permitida a inclusão de tal classe de conselheiros, a estrutura jurídica e, sempre que necessário, os atos constitutivos das empresas devem definir claramente os papéis e as responsabilidades dos conselheiros que atuam como conselheiros “suplentes” ou “adjuntos”, assim como as implicações para os conselheiros “plenos” ou “titulares”. A existência de conselheiros “suplentes” ou “adjuntos” não pode jamais enfraquecer os incentivos proporcionados aos conselheiros para que cumpram seus deveres sem perder de vista os melhores interesses da empresa e dos acionistas.

111. Muitas, se não a maioria, das jurisdições na região permitem que o conselho de administração de uma sociedade se componha de conselheiros titulares e de conselheiros suplentes. Via de regra, aos suplentes é permitido assistir às reuniões do conselho; no entanto, só podem exercer legitimamente seu direito de voto na ausência do titular (com frequência, o conselheiro titular para o qual a Assembléia Geral Ordinária tiver indicado esse suplente). Em alguns casos, a distinção entre conselheiros titulares e suplentes é ignorada na prática, estando todos os conselheiros igualmente envolvidos nas atividades do conselho e na maioria, se não totalidade, das decisões adotadas por consenso. Entretanto, em outras circunstâncias, a existência de suplentes pode reduzir o grau de envolvimento dos conselheiros titulares, inclusive em relação a seu comparecimento às reuniões do conselho, ao mesmo tempo em que emite um sinal aos suplentes no sentido de que estes são algo mais do que meros observadores. Como consequência final, é possível que o grau de envolvimento de ambos os grupos de conselheiros fique abaixo daquele que seria considerado ideal. Nessa hipótese, a estrutura jurídica ou os atos constitutivos da sociedade devem abolir a participação de conselheiros suplentes no conselho de administração. Tanto os acionistas quanto os conselheiros devem compreender claramente, em cada caso, o que se espera de conselheiros suplentes em termos de participação nas atividades do conselho e quais são suas respectivas responsabilidades legais perante a empresa e os acionistas.

Desenvolvimento de uma Cultura de Conselhos Eficazes:

112. *Todas as sociedades, tanto as de capital aberto quanto as de capital fechado, devem desenvolver e disponibilizar aos acionistas um conjunto de normas que definam o papel e os procedimentos operacionais para o conselho de administração e seus integrantes.*

113. Um conselho de administração efetivo agrega valor às operações da sociedade em diversos níveis. Para maior efetividade do conselho e com o intuito de prestar maiores esclarecimentos aos acionistas sobre a forma pela qual o conselho pretende desenvolver suas atribuições, é importante que os conselheiros, por si, atuem ativamente na formulação de suas tarefas e procedimentos operacionais. Uma forma apropriada para se colocar isso em prática é elaborar um documento escrito que servirá como orientação e instrumento de avaliação. Esse documento deve ser disponibilizado a todos os acionistas. Aspectos relevantes devem ser incluídos no relatório anual, no qual deverão constar também as atividades do conselho, as competências de cada integrante e sua participação em reuniões do conselho.

114. *O conselho deve zelar pelo cumprimento da lei aplicável e, ao mesmo tempo, assegurar o desenvolvimento de uma cultura ética na operação da empresa.*

115. Os interesses a longo prazo de uma empresa estão voltados não só à observância da lei, mas também ao desenvolvimento de uma cultura ética que norteie as operações rotineiras com seus clientes e partes interessadas. Tais metas podem ser ainda incrementadas através do desenvolvimento de normas éticas empresariais pelo próprio conselho. Tais normas poderiam incluir, como referência, aspectos previstos em instrumentos altamente reconhecidos como, por exemplo, a UN Global Compact e as Diretrizes para Empresas Multinacionais da OCDE. Conforme mencionado no capítulo sobre partes interessadas, os conselhos devem ser também estimulados a desenvolver procedimentos e medidas de salvaguarda para proteção de “denunciantes” que reportem atividades ilegais ou antiéticas dentro da empresa. Esse processo pode ser facilitado ao permitir que tais pessoas tenham acesso confidencial a um integrante do conselho, obrigatoriamente um membro do conselho fiscal ou do comitê de ética.

116. *Os atos constitutivos e outros documentos relevantes da sociedade devem estabelecer os mandatos e números de conselheiros, datas da reunião do conselho, critérios para qualificação de conselheiros, bem como procedimentos para avaliação do conselho e de seus integrantes que aumentam a possibilidade de a composição do conselho ter membros capazes e dispostos a desempenhar suas funções.*

117. Para o funcionamento efetivo do conselho de administração, os seus integrantes devem reunir qualificações profissionais e características pessoais, além de manter um cronograma anual de reuniões que seja adequado para avaliar as operações da empresa, compartilhar opiniões e tomar decisões racionais. O número ideal de conselheiros, o cronograma de reuniões e os critérios para qualificação de conselheiros dependerão da natureza dos negócios de cada empresa, podendo ser alterados com o tempo, à medida em que a empresa se desenvolve. No entanto, experiências anteriores têm demonstrado que conselhos compostos por mais de 10-12 membros podem ter sua funcionalidade afetada. Cabe às empresas e seus conselhos de administração avaliar cuidadosamente suas políticas no que diz respeito aos mandatos e números de conselheiros e suas qualificações necessárias. Tais políticas devem ser explícitas, bem como analisadas e revisadas periodicamente.

118. Ademais, os conselhos de administração de sociedades de capital aberto devem passar por avaliações internas anuais que analisem não só as competências e o desempenho de seus membros como também a funcionalidade do conselho como um todo. Os procedimentos de avaliação podem ficar a cargo de cada sociedade; contudo, as normas da sociedade com respeito às responsabilidades do conselho e aos procedimentos operacionais, assim como os códigos de melhores práticas em âmbito nacional, podem servir como parâmetros no processo de avaliação de conselhos. Aspectos relevantes dessa avaliação podem ser também disponibilizados ao público.

119. Mandatos por tempo indeterminado ou excessivamente longos dos membros nomeados para o conselho são inconsistentes com o seu objetivo de assegurar que a composição do conselho tenha a combinação correta de qualificações profissionais e características pessoais. Da mesma forma, o valor do conselho e o desempenho do conselheiro ficam reduzidos se os conselheiros tiverem mandatos longos. Portanto, mandatos mais curtos (1 ou 2 anos, com direito a recondução) são preferíveis.

120. Aqueles que indicam e elegem conselheiros devem certificar-se de que os indicados disponham de tempo suficiente para desincumbir-se de suas atribuições.

121. Ainda que apresentem suficientes qualificações profissionais, determinados indivíduos podem mostrar-se inadequados para a função de conselheiro porque suas demais incumbências não lhes deixam tempo suficiente para realizar as atribuições inerentes a essa função. A estrutura jurídica/regulamentar e as práticas da sociedade devem, no mínimo, exigir que os demais compromissos profissionais daqueles indicados para o cargo de conselheiro sejam divulgados aos acionistas. Os indicados devem, ainda, atualizar as sociedades de cujos conselhos participam e os respectivos acionistas a respeito de todos os compromissos assumidos após sua eleição, compromissos esses que possam implicar uma significativa absorção de seu tempo.

122. As sociedades devem proporcionar as informações, os recursos financeiros e de outra natureza necessários para que seu conselho de administração possa desempenhar eficazmente seu papel de supervisão.

123. Cronogramas e informações de alto nível proporcionadas oportunamente pela administração constituem pré-requisitos para um desempenho eficaz do conselho. Ademais, os conselhos de administração e os comitês por eles instituídos, ocasionalmente, requerem serviços externos e independentes, especializados nas áreas de consultoria jurídica, contabilidade e outras áreas, para que possam desempenhar eficazmente seu papel de supervisão. Dessa forma, é preciso que os conselhos contem com meios de acesso a uma parcela razoável do orçamento da empresa para que possam contratar esses serviços especializados quando a maioria de seus membros julgar tal medida necessária. A verba alocada ao conselho para a contratação dos referidos serviços e as normas a adotar nas ocasiões em que os mesmos forem contratados devem ser amplamente divulgadas.

Remuneração de Conselheiros:

124. Os conselheiros devem receber remuneração que (1) reflita adequadamente o tempo, o esforço e a experiência que dedicarem à sua tarefa, (2) proporcione incentivos razoáveis para garantir um desempenho que alinhe os interesses dos conselheiros àqueles dos acionistas e (3) não comprometa a capacidade dos conselheiros em exercer julgamento independente, no interesse exclusivo da empresa e de seus acionistas.

125. A adequada remuneração de conselheiros constitui um elemento importante no desenvolvimento de uma cultura de profissionalização para a função de conselheiro. A falta de remuneração explícita, ou a realização de pagamento simbólico, não estimula os conselheiros a dedicar tempo adequado a seus deveres e podem levá-los a buscar compensação de seus serviços por vias menos transparentes. Da mesma forma, pagamentos especiais efetuados a *insiders* e outros indivíduos, de maneira disfarçada, como se fosse remuneração de conselheiros, compromete a credibilidade do conselho, na qualidade de órgão independente e eficaz, tendo em vista os melhores interesses da sociedade e de todos os acionistas.

126. Os pacotes de remuneração de conselheiros podem prever pagamentos fixos combinados com acordos relativos a incentivos que se destinem a alinhar os interesses dos conselheiros àqueles dos acionistas. No entanto, o nível ótimo dessa combinação entre remuneração fixa e incentivos nos diferentes países e empresas dependerá de uma série de fatores, entre os quais: o conjunto de talentos disponíveis, a estrutura jurídica, o nível de liquidez das ações, as perspectivas da sociedade, a volatilidade do mercado e

as condições macroeconômicas. No caso de conselheiros de uma sociedade de capital aberto serem remunerados parcialmente por meio de ações, estas devem ser da mesma classe que aquelas negociadas no mercado, de forma a alinhar os interesses dos conselheiros àqueles dos acionistas públicos.

127. *Os procedimentos adotados pela empresa na proposição e aprovação dos pacotes de remuneração para os conselheiros devem ser transparentes aos acionistas.*

128. Aos acionistas é permitido compreender os fatores determinantes da composição final e valor da remuneração destinada a conselheiros. Portanto, os conselhos de administração devem empreender esforços no sentido de tornar o processo de determinação da remuneração de conselheiros o mais aberto, transparente, profissional e objetivo possível. Uma forma apropriada para se colocar tal processo em prática é por meio do estabelecimento de um comitê permanente instituído pelo conselho e incumbido de conduzir avaliações periódicas das políticas de remuneração de conselheiros adotadas pela sociedade. Sociedades de capital aberto devem divulgar ao público sua política de remuneração de conselheiros além de fazer constar em seus relatórios anuais os critérios adotados para determinação dessa remuneração.

Aprimoramento das Qualificações; Treinamento para Conselheiros:

129. *Os conselheiros devem ser incentivados a empreender treinamento inicial e contínuo que lhes possibilite aprimorar sua competência no exercício profissional de suas funções junto ao conselho.*

130. *Representantes do setor societário, em parceria com outras partes interessadas, tais como bolsas de valores, grupos de investidores e outros, devem dar incentivo e participar na elaboração e disseminação de programas de treinamento para conselheiros, voltados à sua profissionalização e capacitação. Esses programas, oferecidos por institutos de conselheiros, associações comerciais, institutos acadêmicos e outros, podem contribuir para o desenvolvimento de uma cultura de profissionalização para a função de conselheiro.*

131. Programas de treinamento de alto nível para conselheiros, oferecidos por institutos de conselheiros, associações comerciais, escolas voltadas a negócios ou outros educadores profissionais, desempenham um papel fundamental no desenvolvimento da capacitação profissional ao aumentar a gama de conselheiros independentes e qualificados para servir nos conselhos de sociedades latino-americanas. A América Latina encontra-se no estágio de reconsiderar e reconfigurar o papel destinado ao conselho de administração. Uma participação mais ativa de conselheiros experientes e de administradores de primeira linha no treinamento de conselheiros pode contribuir para um direcionamento dos debates em sentidos mais ponderados e práticos, acelerando a adoção de melhores práticas por parte das empresas.

Conselhos em Empresas de Pequeno e Médio Porte:

132. *Câmaras de comércio, outros grupos do setor privado, bancos e instituições de crédito e, onde cabível, autoridades públicas, devem incentivar o desenvolvimento de uma cultura de boa governança e transparência entre sociedades de capital fechado.*

133. As sociedades de capital fechado (em geral, sociedades familiares ou de propriedade de seus próprios fundadores) há muito vêm desempenhando um papel importante no desenvolvimento industrial da América Latina. Nas próximas décadas, o desafio imposto a essas sociedades será o de modernizar suas práticas de financiamento, governança corporativa e administração para que possam acompanhar o ritmo de seus concorrentes globais, por vezes mais ágeis. A viabilidade futura dos mercados de títulos públicos na região dependerá do modo pelo qual as atuais empresas de médio porte irão se preparar para satisfazer às expectativas de investidores com crescente acesso global a oportunidades de investimento. Para atingir tal objetivo, os conselhos dessas empresas devem manifestar-se claramente sobre o papel do conselho e sobre a avaliação de sua eficácia.

VI. Melhoria no Cumprimento de Leis e sua Exeqüibilidade

Eficácia dos Órgãos Reguladores e de Supervisão

134. *Visando promover a transparência e facilitar o cumprimento de leis e regulamentos, os legisladores e entidades reguladoras devem identificar e eliminar quaisquer incoerências e contradições existentes em normas e leis que afetem a governança corporativa. Melhorias devem também ser direcionadas para uma melhor distribuição de poderes e esforços entre os tribunais, os órgãos de supervisão competentes e os mecanismos de execução privados.*

135. À medida em que as práticas comerciais e os mercados financeiros evoluem, existe sempre o risco de sobreposição ou inconsistência entre normas e regulamentos existentes. Neste sentido, leis e regulamentos referentes a áreas correlatas ou mais remotas podem causar impacto sobre a interpretação e a eficaz exeqüibilidade de normas de governança. Tais sobreposições podem trazer incertezas e acarretar custos desnecessários para as empresas, investidores e órgãos de controle. Ao introduzir novas leis e regulamentos ou revisar disposições existentes, é indispensável dedicar tempo e recursos necessários na análise de impactos de natureza regulamentar e possíveis conseqüências indesejáveis. Para garantir um processo eficaz de exeqüibilidade, faz-se também necessária a alocação, de forma clara e definida, das atividades de supervisão, implementação e execução entre a diversas autoridades competentes, permitindo assim que as competências de outros órgãos e agências sejam respeitadas e utilizadas de maneira mais efetiva.

136. *Os órgãos reguladores e de supervisão responsáveis pela formulação e exeqüibilidade de normas na área de governança corporativa devem ser investidos do maior grau possível de independência política e financeira.*

137. Existe um consenso entre os participantes da *Roundtable* de que os órgãos reguladores e de supervisão, particularmente as comissões de títulos e valores mobiliários de âmbito nacional, devem continuar a desempenhar papel cada vez mais importante na formulação, implementação e aplicação das normas e regulamentos sobre governança corporativa. A eficácia de um órgão regulador ou de supervisão depende precipuamente do discernimento do público no que concerne à sua competência profissional para promulgar e fazer valer as respectivas normas com base em critérios objetivos. Por conseguinte, a esses órgãos deve ser assegurada a maior autonomia possível no desenvolvimento de suas atribuições, isolando-os de interferência política indevida. Isto implicará, via de regra, que as autoridades políticas não devem influenciar indiretamente a orientação dos trabalhos desses órgãos via pressão orçamentária. Devem ser estabelecidos mecanismos que promovam a estabilidade orçamentária e a autonomia dos órgãos formuladores de normas e com poderes executivos na área de governança corporativa. Esse processo pode compreender financiamento plurianual para o volume de casos presentes e previstos, assim como a introdução de critérios de remuneração *per capita*. Neste mesmo sentido, existe a possibilidade de se nomear dirigentes para esses órgãos por prazos determinados, durante os quais não podem ser destituídos, salvo em caso de prevaricação.

138. *Como medida imediata, os recursos e a competência dos órgãos reguladores e de supervisão devem se tornar uma prioridade de ordem pública.*

139. Um processo plausível de execução administrativa requer a existência de órgãos de supervisão dotados de recursos suficientes para conduzir investigações tempestivas e de alto nível. O número de casos relacionados à governança corporativa submetidos aos órgãos reguladores e de supervisão tem aumentado surpreendentemente nos últimos anos e esse volume tende a crescer. Contudo, os recursos destinados a esses órgãos não têm acompanhado tal crescimento. A menos que essa ampla lacuna existente entre o volume de casos e os recursos disponibilizados a esses órgãos de supervisão seja reduzida, a credibilidade destes últimos será comprometida e, neste mesmo sentido, o nível de confiança do público no sistema de governança corporativa será afetado.

140. *Consistentemente com a estrutura constitucional do país, seu sistema jurídico e regulamentar deve conferir aos órgãos reguladores e de supervisão amplos poderes para investigar e solucionar casos de forma a instigar a confiança do público no processo de exequibilidade das normas e impedir sua violação.*

141. A legislação que dispõe sobre os órgãos de supervisão encarregados da exequibilidade de normas relacionadas à governança corporativa, via de regra, não lhes confere um conjunto amplo de poderes investigativos e executivos, tanto quanto seria permitido pela estrutura constitucional do país. A alocação de amplos poderes para obtenção e compilação tempestiva de provas, inclusive poderes para notificação judicial que não envolva processo muito longo nos tribunais, é essencial para a credibilidade das decisões administrativas e sua exequibilidade. Da mesma forma, os órgãos reguladores e de supervisão devem estar investidos de poderes para instaurar ações civis, por sua própria iniciativa, em benefício dos acionistas, sem prejuízo a medidas empreendidas pelos próprios acionistas.

142. Os órgãos encarregados do processo de execução das normas de governança corporativa devem ter competência para empreender medidas expressivas – tanto para evitar os mais nítidos abusos na área de governança corporativa, quanto para resolver casos passíveis de solução por vias administrativas. A outorga de poderes aos órgãos de supervisão para determinar medidas liminares em determinados casos (tal como nos casos de questionamento da legalidade das ações tomadas durante a Assembleia Geral e, de outra, forma, quando existe a possibilidade de dano irreparável) aumenta a credibilidade do processo de supervisão e execução. A eficácia dos órgãos de supervisão é incrementada quando lhes são outorgados poderes para dirimir casos por meio de arbitragem e acordo mútuo (compromissos de cessação de prática).

143. *Deve ser facultado aos órgãos reguladores e de supervisão comparecer perante os tribunais cíveis em casos que envolvam direitos de acionistas, apresentando opiniões a serem consideradas pelos tribunais na prolação de suas sentenças.*

144. É reconhecido que o judiciário, na maioria ou em todas as jurisdições da região, via de regra, está pouco familiarizado com a estrutura jurídica e regulamentar em constante evolução que norteia a governança corporativa. A interpretação da lei na área de governança corporativa por parte dos órgãos reguladores e de supervisão pode facilitar a resolução tempestiva e correta de casos individuais em juízo, permitindo, ao mesmo tempo, mais consistência e segurança na aplicação da estrutura jurídica e regulamentar.

145. *A capacidade de o sistema judiciário tratar de disputas comerciais deve ser aprimorada.*

146. Um sistema judiciário eficaz e previsível constitui um pré-requisito para uma boa governança corporativa e para o funcionamento ativo do setor comercial. Isto requer a alocação de recursos suficientes, o que inclui a remuneração de juízes e assistentes em patamares necessários para assegurar o recrutamento e contratação de profissionais experientes e formados que desempenharão suas funções com plena integridade, conforme requerem essas posições, dando a continuidade necessária para se manter um sistema judiciário estável e previsível.

147. Programas de treinamento devem ser aprimorados para melhorar o entendimento dos tribunais acerca da legislação comercial, com ênfase na lei das empresas, lei sobre títulos e valores mobiliários e lei de falências. Os juízes seriam beneficiados com o treinamento em conceitos básicos das áreas comercial e econômica dispostos nessa legislação, visto que a falta de experiência em tais áreas pode implicar a aplicação extremamente literal da lei, o que pode ser inviável dentro do contexto de práticas comerciais usuais.

Direitos Privados de Ação:

148. *A estrutura jurídica deve proporcionar aos acionistas a maior gama possível de ações para proteção de seus direitos e reparação em casos de violação de seus direitos.*

149. Muitos dos esforços concentrados na recente reforma jurídica na região incluíram o aumento na gama de direitos de ação disponíveis a acionistas (o que inclui ação coletiva através de “associações de investidores”). Isto reflete o descontentamento geral em relação aos instrumentos jurídicos atualmente disponíveis, a maior parte dos quais apresenta sérios obstáculos técnicos e práticos. Ações coletivas, ações de responsabilidade, direitos de ação diretos contra controladores de fato, bem como os direitos para obrigar o processo de mediação e arbitragem, têm sido objeto de discussão. É consenso entre os participantes da *Roundtable* de que a estrutura atual que norteia as ações de acionistas é inadequada na maior parte da região e de que a expansão do conjunto de instrumentos disponíveis a acionistas e grupos de investidores aumentará a possibilidade de reparação em juízo. É reconhecido, ainda, que essas reformas serão bem-sucedidas se forem conduzidas com foco nas estruturas jurídicas tradicionais do país.

Melhoria na Amplitude e Capacidade de Mecanismos para Resolução de Controvérsias:

150. *A estrutura jurídica deve contemplar a utilização eficaz da arbitragem privada e outros mecanismos potencialmente efetivos para a resolução de controvérsias entre acionistas, bem como eliminar os obstáculos que impedem esse uso efetivo.*

151. Os acionistas fazem jus a meios de reparação adequados e efetivos no caso de violação de seus direitos. É reconhecido que a maioria dos tribunais em grande parte dos países da região não conta com especialização e experiência técnica para dirimir, de forma justa e eficaz, eventuais ações entre acionistas. A despeito da existência de juízes qualificados e tribunais especializados, estes não contam com recursos suficientes para lidar com o volume de casos a eles submetidos. A experiência havida em países da OCDE e da região indica que o recurso voluntário à arbitragem privada pode constituir uma alternativa efetiva e eficaz. Entretanto, para o funcionamento da arbitragem privada, é necessário que as estruturas jurídicas de âmbito nacional disponham sobre o reconhecimento em juízo das sentenças arbitrais, sem nova análise dos fatos. Os tribunais devem contar com procedimentos simplificados para execução de sentenças arbitrais. Contudo, a arbitragem privada não substitui institutos judiciários sólidos, podendo os árbitros enfrentar os mesmos problemas do judiciário na identificação e interpretação da lei. Um judiciário ativo e consistente que auxilie na interpretação da lei através de suas sentenças reforçará a eficácia e credibilidade de mecanismos privados para resolução de controvérsias. Um dos fatores mais importantes é que a execução das sentenças arbitrais depende da eficácia do sistema judiciário.

152. *As bolsas de valores e as sociedades devem estimular a arbitragem privada para controvérsias havidas entre empresas e acionistas, promovendo, para tanto, painéis de arbitragem profissional em benefício de acionistas e incentivando as sociedades a incluir, em seus estatutos sociais, disposições relativas à submissão de controvérsias a esses painéis de arbitragem.*

153. Procedimentos para resolução de controvérsias, tais como audiências administrativas ou procedimentos independentes de arbitragem, estão surgindo como uma alternativa importante e econômica ao judiciário. A utilização de mecanismos de arbitragem privada como alternativa ao judiciário pode reduzir o volume de trabalho deste último, trazendo benefícios à comunidade empresarial em vista da resolução de controvérsias comerciais de forma mais célere, como, por exemplo, aquelas envolvendo acionistas minoritários. Se contar, de forma contínua, com recursos suficientes e com um sistema judiciário que garanta a execução de suas decisões, a arbitragem privada poderá proporcionar um meio eficaz, justo e previsível para a resolução de controvérsias comerciais.

154. *A cooperação internacional nos esforços de exequibilidade deve ser incentivada por meio do uso de Protocolos de Entendimento entre os órgãos de execução.*

155. A cooperação na exequibilidade da lei que dispõe sobre títulos e valores mobiliários na região, e entre os países da região e aqueles integrantes da OCDE, tem sido bastante facilitada nos últimos anos por meio da negociação dos Protocolos de Entendimento entre as entidades nacionais reguladoras de títulos e valores mobiliários. Esses Protocolos de Entendimento estabelecem estrutura objetiva e procedimentos para compartilhamento de informações e coordenação de investigações, enquadrando-se dentro das estruturas jurídicas de cada país, em consonância com as atribuições e competência legal de seus órgãos. O escopo dos Protocolos de Entendimento celebrados entre as entidades reguladoras de títulos e valores mobiliários deve também abranger, quando possível, a cooperação na exequibilidade de leis e regulamentos na área de governança corporativa, incluindo como partes os órgãos, que não as entidades reguladoras de títulos e valores mobiliários, envolvidos na exequibilidade das normas jurídicas na área de governança corporativa.

VII. Cooperação Regional:

156. Visando promover a cooperação entre países e organizações internacionais, a Roundtable latino-americana deve continuar a facilitar a participação de países latino-americanos no diálogo internacional sobre governança corporativa. Subseqüentemente à emissão deste Relatório Oficial, seus esforços devem ser direcionados na análise do progresso e no amparo ao diálogo nas áreas de formulação, implantação e exequibilidade de políticas.

157. Com a finalidade de manter e atrair investimentos, tornou-se cada vez mais importante assegurar aos investidores nacionais e estrangeiros que as reformas na área de governança corporativa estão progredindo de modo consistente e irreversível. Também é importante que os países tenham a oportunidade de expor ao público internacional aspectos específicos de seus sistemas nacionais de governança corporativa, buscando estabelecer um diálogo a respeito de seus pontos fortes e possíveis pontos fracos. A *Roundtable* pode fortalecer os esforços voltados à reforma, por meio da avaliação do progresso e da emissão de relatórios periódicos a esse respeito.

158. É importante, também, que o processo de formulação, implementação e execução de políticas seja visualizado dentro de um contexto internacional no qual um intercâmbio de experiências já vivenciadas e de melhores práticas já adotadas servirá como fonte de informações relevantes para as iniciativas nacionais.

159. Adicionalmente aos participantes da *Roundtable*, bancos de desenvolvimento multilaterais que realizam negócios na região, órgãos nacionais e entidades normatizadoras com interesses na área de governança corporativa devem trabalhar em conjunto, em âmbito regional, para implementar as conclusões e recomendações refletidas no Relatório Oficial. Esses esforços também devem abranger representantes dos principais parceiros comerciais e financeiros da região.

160. Paralelamente às *Roundtables* e com o respaldo de seus patrocinadores, tal como o Fórum de Governança Corporativa Global, os institutos de conselheiros preexistentes e aqueles recentemente constituídos, bem como os defensores da governança corporativa, começaram a manter reuniões regulares visando compartilhar conhecimento, materiais de treinamento e estratégias comerciais entre si e com organizações similares fora da América Latina. Esse tipo de cooperação entre as iniciativas do setor privado, que compartilham os mesmos objetivos, estimula o desenvolvimento mais rápido de uma cultura de governança corporativa e especialização na região, permitindo que grupos nacionais tenham respaldo no trabalho já realizado por suas contrapartes em países vizinhos. Não só as organizações não-governamentais interessadas em governança corporativa, inclusive institutos nacionais de conselheiros e os defensores da governança corporativa, mas também as instituições acadêmicas, grupos empresariais e outros devem continuar a cooperar na expansão de programas de treinamento conjunto, assim como na produção e publicação de materiais especializados destinados a conselheiros e defensores da governança corporativa.

ANEXOS

Nota do Redator: Os anexos ao presente Relatório Oficial foram inseridos para prestar informações fáticas e são publicados sob a responsabilidade de seus autores, visto que não foram objeto de debate ou endosso por parte dos participantes da *Roundtable*. Vários artigos e relatórios foram preparados pelos participantes durante as *Roundtables* e encontram-se disponíveis no website da OECD em www.oecd.org/daf/corporate-affairs/.

ANEXO A: RESUMO ANALÍTICO DAS INICIATIVAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA¹

161. Argentina. A reforma dos mercados de capitais argentinos foi implementada como lei, com vigência a partir de junho de 2001. A nova lei abrange uma ampla série de matérias sobre governança, com disposições que prevêm: obrigatoriedade de ofertas públicas quando 35% das ações forem adquiridas por um único acionista ou grupo controlador; procedimentos que assegurem aos acionistas minoritários o recebimento de “preço justo” em aquisições de participações minoritárias e fechamento de capital; comitês de auditoria independente majoritários; estabelecimento de tribunais de arbitragem para resolução de conflitos; e maior representatividade dos acionistas mediante maior participação em assembleias de acionistas. Em 2002, duas associações do setor privado, a FUNDECE e a IDEA, constituíram em conjunto o Instituto Argentino para Governo das Organizações (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones – IAGO). O objetivo desse instituto é aumentar a conscientização de assuntos ligados a governança e oferecer treinamento diretivo.

162. Bolívia. No início de 2003, o governo boliviano preparou um projeto de lei denominado “Lei de Governança das Sociedades por Ações”. O projeto de lei está atualmente em trâmite no Congresso da Bolívia, mas muitas empresas já se expressaram contra suas disposições. Em 2002, o governo promulgou lei especificamente dirigida às empresas públicas “capitalizadas” que foram criadas após o processo de privatização, na qual vários aspectos de governança corporativa foram abordados, inclusive requisitos de maioria absoluta para votos de acionistas em caso de venda de ativos ou realização de investimentos consideráveis. As normas bancárias agora incluem vários requisitos de governança a serem atendidos por bancos e determinadas instituições financeiras, como a criação de comitês de auditoria, a participação de conselheiros em comitês de crédito, a regulamentação das atividades de supervisores internos e a rotatividade de auditores externos. Não se tem notícia de nenhuma iniciativa expressiva do setor privado, apesar de já ter sido organizado um Centro de Governança Corporativa.

163. Brasil. Nos últimos anos, o Brasil assistiu a um grande número de reformas de governança corporativa abrangentes e de longo alcance e a outras iniciativas. Em outubro de 2001, a reforma da Lei das Sociedades por Ações foi finalmente aprovada, após superar considerável oposição no Congresso. A reforma fortalece os direitos de acionistas minoritários e aperfeiçoa os padrões de divulgação de documentos, com leis mais específicas sobre direitos de venda conjunta, fechamento de capital, ações sem direito a voto, eleição de membros do Conselho de Administração por acionistas minoritários e procedimentos privados de arbitragem. Simultaneamente, houve uma reforma da Lei da Comissão de Valores Mobiliários, que deu à CVM (Comissão de Valores Mobiliários) maior independência funcional e financeira. Subseqüentemente, durante os anos de 2002 e 2003, a CVM emitiu várias normas complementando essas reformas legais. Em julho de 2002, a entidade publicou suas Recomendações sobre Governança Corporativa.

164. Em 2001, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) lançou três novos segmentos de mercado – os chamados Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa Especiais e o denominado Novo Mercado. Cada um desses segmentos requer regras progressivamente mais severas de Governança Corporativa. Em termos bastante básicos: o Nível 1 requer ampla divulgação; o Nível 2 requer ampla divulgação e fortalecimento dos direitos de acionistas, inclusive submissão de controvérsias a um Painel de

1 Este Anexo não pretende ser abrangente ou exaustivo; antes, seu propósito é fornecer uma indicação do escopo de recentes iniciativas de governança corporativa na região.

Arbitragem do Mercado; e o Novo Mercado requer ampla divulgação, fortalecimento dos direitos de acionistas, submissão de controvérsias a um Painel de Arbitragem do Mercado e ausência de ações sem direito a voto. Atualmente, há vinte e oito sociedades registradas no Nível 1, três no Nível 2 e duas no Novo Mercado. Estima-se que todas as futuras Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) deverão concentrar-se no Novo Mercado, e muitas empresas privadas já estão cogitando registrar-se nesse mesmo segmento. Contudo, o desenvolvimento do Novo Mercado foi indubitavelmente prejudicado pela estagnação dos mercados de capital brasileiros nos dois anos que se seguiram ao lançamento da iniciativa.

165. Criado em 1995 e com um número crescente de associados (atualmente cerca de 400), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) oferece uma série de atividades jurídicas e de treinamento. Novas seções do Instituto estão sendo abertas no Rio de Janeiro e Porto Alegre, após o sucesso das atividades do IBGC de São Paulo. Em abril de 2001, o IBGC lançou seu Código de Melhores Práticas, ampliado e revisto. Muitas empresas e fundos de pensão já lançaram seus próprios códigos de governança corporativa. A partir de junho de 2003, novas normas do BNDES (o banco de desenvolvimento brasileiro) foram propostas, ligando as operações de empréstimos a padrões elevados de governança corporativa e oferecendo melhores prazos de financiamentos a empresas que atendam a vários padrões objetivos de boa governança.

166. Chile. O Chile foi o primeiro país da região a empreender importantes reformas jurídicas e de regulamentação ligadas a governança corporativa. Em dezembro de 2000, foi promulgada a nova lei de ofertas públicas de ações e Governança Corporativa. A seguir, a Superintendência de Seguridade Social e Seguros (SVS) emitiu várias normas complementares, especificando claramente como a nova legislação deveria ser entendida e posta em prática pela próprio SVS. As principais disposições da nova lei relacionam-se a: definição de circunstâncias e procedimentos para obrigatoriedade de ofertas públicas de ações; regras mais severas proibindo negociação privilegiada (*insider trading*); maiores poderes de execução para a SVS; fortalecimento do papel de investidores institucionais (especialmente fundos de pensão e fundos mútuos); maiores possibilidades de exercício do direito de se retirar da sociedade; criação de ações secundárias como mecanismo alternativo para assegurar a observância das normas; regulamentos mais severos no tocante a operações com partes relacionadas e conflitos de interesse; e obrigatoriedade de criação de comitês de conselheiros (cujos poderes e responsabilidades incluiriam os normalmente associados a comitês de auditoria). Do setor privado chileno ainda não surgiram iniciativas importantes de governança corporativa. Todavia, com o incentivo da SVS, duas importantes escolas de administração estão planejando criar o Instituto Chileno de Conselheiros.

167. Colômbia. Nos últimos anos, a Colômbia assistiu a várias iniciativas de natureza normatizadora e legislativa. Em março de 2001, a comissão de valores mobiliários da Colômbia, a Superintendência de Valores (“Supervalores”) editou a Resolução 275, estabelecendo a obrigatoriedade de divulgação, com certo nível de detalhes, das práticas de governança de emissores que pretendam receber investimentos feitos em fundos de pensão. Nos últimos anos, foram criados vários projetos de lei envolvendo a reforma da estrutura das normas relativas a valores mobiliários. Durante 2001, o governo apresentou um projeto de lei de valores mobiliários, que foi contudo retirada do Congresso em julho de 2002, entre outros motivos devido à intensa pressão política exercida por algumas das maiores empresas da Colômbia. A Supervalores atualmente prepara uma nova minuta para o projeto de lei. As disposições desse projeto de reforma jurídica exigirão a criação de comitês de auditoria, a obrigatoriedade de composição do Conselho de Administração por um terço de membros independentes, a divulgação de operações com partes relacionadas e a exigência de ofertas públicas em determinadas circunstâncias.

168. Os esforços do setor privado na Colômbia foram liderados pela Confecamaras (Confederação das Câmaras de Comércio). O Projeto de Governança Corporativa da Confecamaras incluiu a organização de numerosos eventos para elevar o nível de conscientização de questões de governança no setor privado - empresas, investidores, grandes veículos de comunicação e especialistas nacionais e internacionais foram convidados para dele participar. Em agosto de 2003, foi publicado o Código de Governança Corporativa da Colômbia para Companhias Registradas em Bolsa. Esse Código foi preparado por comitê que incluiu grande variedade de representantes do setor privado, inclusive a Bolsa de Valores Colombiana, a

Associação Nacional de Fundos de Pensão e as Câmaras de Comércio de Bogotá e Cartagena. A coordenação geral desse esforço foi feita pela Confecamaras. Em conjunto com as câmaras de comércio de cada região, a Confecamaras desenvolveu um programa de treinamento de conselheiros.

169. México. Em abril de 2001 o congresso mexicano aprovou as reformas propostas à Lei de Mercados de Valores Mobiliários, que entraram em vigor em junho de 2001. As medidas específicas abrangidas por essas reformas incluem: concessão de poderes à Comissão Nacional de Bancos e Valores Mobiliários para regular as ofertas públicas de ações, evitando a exclusão de acionistas minoritários dos benefícios advindos dessas operações; restrições para emissão de ações não ordinárias; proibição de emissão de *stapled shares* (ações casadas – casos em que ações com e sem direito a voto são vendidas simultaneamente), salvo se as ações sem direito a voto forem convertidas em ações ordinárias num prazo de cinco anos; requisitos prevendo membros independentes no Conselho de Administração, indicação de membros do Conselho de Administração por acionistas minoritários e estabelecimento de comitês de auditoria; regras mais severas de observância, com punição de determinadas infrações como contravenções penais; e mudança da abordagem regulamentar, anteriormente baseada em mérito, para um regime de divulgação pública. Voltado à governança corporativa, está sendo criado o Instituto Mexicano de Governabilidade Corporativa (IMGC), que entre suas atividades incluirá o treinamento de conselheiros. O Conselho de Coordenação Empresarial (CCE), patrocinador do Código Mexicano de Práticas Corporativas em 2001 também assinou uma iniciativa de governança corporativa, cujo objetivo é promover maior conscientização dessas questões no setor privado. A observância ao Código é feita de maneira espontânea, mas as empresas registradas em Bolsa são obrigadas a divulgar anualmente o respectivo grau de observância.

170. Peru. Em julho de 2002 foram publicados os “Princípios de Boa Governança para Corporações Peruanas”. Essa iniciativa foi coordenada pela Comissão Nacional Supervisora de Empresas e Valores (CONASEV) e se baseia nos Princípios da OECD. Os Princípios Peruanos foram discutidos e patrocinados pelos representantes dos setores público e privado. O setor privado foi representado pela Associação Nacional de Instituições Privadas (CONFIEP) e pela Associação de Bancos (ASBANC). Representando o setor público compareceram o Ministro da Fazenda, a Superintendência de Bancos e Seguros e a Bolsa de Valores de Lima. A Associação de Empresas Promotoras do Mercado de Capitais e o Centro de Estudos do Mercado de Capitais também apoiaram a iniciativa. Em julho de 2003 foi criado o Comitê Peruano de Governança Corporativa, que incorporou a Associação de Conselheiros Corporativos (ASDIC), bem como especialistas e as principais escolas de administração de empresas do Peru.

171. Venezuela. Na Venezuela os esforços de maior nível de conscientização foram liderados pela Associação Venezuelana de Executivos (AVE), com o apoio de várias outras associações e organizações, inclusive do Centro de Divulgação do Conhecimento Econômico (CEDICE) e do Instituto de Estudos Superiores de Administração (IESA). Em julho de 2003 a AVE lançou um programa para difundir o conhecimento de questões de governança corporativa e, em agosto de 2003, foi criado o Conselho Executivo para Melhores Práticas Corporativas, com a participação de várias entidades dos setores público e privado, inclusive da Comissão Nacional de Valores (CNV) e a Bolsa de Valores de Caracas (BVC).

172. Iniciativas Regionais: Além dos esforços empreendidos por grupos nacionais, algumas instituições também desempenharam papel importante no processo de regionalização de questões de governança corporativa. Além da OECD e da IFC, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (IDB), a Corporação de Investimentos Interamericanos (IIC), o Banco de Desenvolvimento Andino (CAF) e a Federação Ibero-americana de Valores Mobiliários (FIABV) participaram ativamente do processo de *Roundtable*.

173. A IFC, juntamente com a OECD, funciona como Secretariado do *Roundtable* de Governança Corporativa na América Latina. Além disso, a IFC apoiou com assistência técnica uma variedade de esforços nacionais, inclusive as reformas jurídica e regulamentar no Chile, Brasil e Colômbia. A IFC pretende implementar as recomendações deste documento por intermédio do trabalho que desenvolve em países receptores de investimentos. A metodologia desenvolvida pela IFC na América Latina para avaliar

e aperfeiçoar a governança corporativa de clientes é agora aplicada, com os devidos ajustes, em todo o mundo.

174. O IDB organizou um fórum de idealizadores de políticas de alto nível sobre governança corporativa (no qual serão discutidas as recomendações deste documento), a ser realizado em 14 de novembro de 2003. O Grupo IDB apóia as operações dos mercados de valores mobiliários primariamente dirigidas à introdução de estruturas jurídicas e normatizadoras, ao estabelecimento de normas de caráter preventivo, ao apoio ao treinamento profissional, ao estabelecimento de procedimentos de supervisão e sistemas de informações financeiras, à reestruturação de entidades fiscalizadoras de mercados, à modernização de normas contábeis, práticas de auditoria e requisitos de divulgação de informação, à introdução de regras e leis regulando a governança corporativa. O assim chamado “grupo” encarregado de requisitos para divulgação de informações e normas contábeis e de auditoria de fundos multilaterais de investimentos representa um programa de importância especial para questões de divulgação e governança. O programa pretende melhorar a transparência dos sistemas de informações e está sendo implementado em 11 países, a saber: Argentina, Bolívia, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai e Peru.

175. O CAF desenvolveu uma Iniciativa de Governança Corporativa contando, como parceiros, com a assistência do setor privado, entidades governamentais e instituições acadêmicas da Região Andina. A iniciativa inclui a criação de uma Rede de Governança Corporativa Andina para troca de informações. O programa inclui três componentes: 1) o projeto de estratégia de difusão de informações e comunicações sobre Práticas de Governança Corporativa dirigida a pequenas e médias empresas, associações administrativas e trabalhistas, meios de comunicação e acadêmicos; 2) a preparação de um guia regional de princípios e práticas de Governança Corporativa baseado no “White Paper” da OECD; e 3) um programa piloto para selecionar empresas, nos cinco países na Região Andina, que receberão assistência técnica especial na implementação das melhores práticas de Governança Corporativa.

176. O Conselho de Reguladores de Valores Mobiliários das Américas (COSRA) empreendeu um programa de trabalho iniciado em 2001 com uma avaliação das estruturas jurídicas/normatizadoras em toda a América Latina. Esse programa teve importância capital no trabalho subsequente desenvolvido mundialmente pela Organização Internacional de Comissão de Valores Mobiliários (IOSCO).

177. Em abril de 2002, em uma reunião da *Roundtable* realizada na Cidade do México, representantes de grupos nacionais envolvidos em treinamento de conselheiros na região estabeleceram a Rede de Institutos de Governança Corporativa da América Latina. Com o apoio do Fórum de Governança Corporativa Global (GCGF), a OECD, da IFC e do Centro Norte-Americano para Empresas Privadas Internacionais, a Rede disponibiliza uma plataforma para compartilhamento de treinamento de conselheiros e de materiais promocionais de Governança Corporativa, além de facilitar a discussão entre organizações nacionais que compartilham as mesmas idéias sobre estratégias para criação de instituições e propostas contendo idéias para reformas jurídicas/normatizadoras e para reformas espontâneas e privadas. A Rede organizou uma série de reuniões regulares desde sua fundação, e seus membros participaram, em agosto de 2003, do Programa de Liderança em Governança Corporativa organizado pelo GCGF e pelo Instituto Internacional de Governança Corporativa da Universidade de Yale. Além de servir como meio de compartilhamento de recursos, conhecimento e experiência, a Rede encorajou a criação de novos institutos nacionais em toda a região, e seu número de associados, inicialmente limitado a três grupos de membros formais, hoje inclui representantes da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela.

Fontes: Este resumo analítico foi escrito com a assistência e colaboração de muitas pessoas e grupos de toda a região: IBGC, BOVESPA, Confecamaras, Ministério da Fazenda do México, Associação Venezuelana de Executivos (Venezuela), Cesar Fuentes (Peru) e Nabil Miguel (Bolívia).

ANEXO B: ESTUDOS DE CASOS, EXPERIÊNCIAS ADQUIRIDAS COM RECENTES ESFORÇOS REFORMADORES

Políticas de Implementação de Reformas de Governança Corporativa: Algumas Lições da Experiência Chilena

Álvaro Clarke²

1. Histórico

178. O tópico Governança Corporativa no Chile permaneceu relativamente inexplorado até 1997, quando o assim chamado caso “Chispas” ganhou a atenção pública. O episódio envolveu a Endesa España, empresa controladora espanhola de serviços públicos e a Enersis, empresa controladora da Endesa Chile, então a maior empresa privada de eletricidade da América Latina. No início de 1997, a Endesa España iniciou discussões com vários executivos da Enersis com a intenção de concluir uma aliança estratégica mediante a qual a Endesa España adquiriria o controle da Enersis, um dos passos para também controlar a Endesa Chile. Entre esses executivos estava o CEO da Endesa Chile, também Presidente da Enersis. O objetivo era adquirir as assim chamadas ações “Chispas. As “Chispas” eram um conjunto de microempresas controladoras originalmente estabelecidas como parte de um programa de aquisição de ações por empregados. Os únicos ativos eram ações da Enersis. Essas ações representavam 29% da composição acionária da Enersis, que possuía, por sua vez, 20% da Endesa Chile. Cada ação Chispa era representada por duas classes de ações: as Classe A, sem direito a voto mas representando quase 100% da participação, e as Classe B, com direito a voto majoritário mas representativas de pequena participação nas Chispas. As ações Classe A eram detidas principalmente por um pequeno número de acionistas e fundos de pensão, e as Classe B estavam nas mãos dos executivos da Enersis acima mencionados.

179. O objetivo da Endesa España era adquirir as duas classes de ações, e a empresa fez uma oferta para as ações Classe A das Chispas. Os executivos promoveram entre os acionistas a idéia de que o preço oferecido pela Endesa España para as ações Classe A era um bom negócio, mas vários participantes do mercado expressaram descontentamento. Apesar de a Endesa España ter sido bem-sucedida na aquisição da proporção necessária de participação, a operação atraiu publicidade inusitada, em virtude da alta diferença de preço existente entre as ações classes A e B (estas últimas sendo cotadas 1000% mais caras).

180. Em outubro daquele ano, os detalhes da estratégia de aquisição veio a público por intermédio da imprensa, pois a Endesa España registrara vários documentos com a SEC norte-americana e a CNMV espanhola, justificando os termos do acordo (as ações da Endesa España foram negociadas publicamente nos dois países). Entre esses termos constavam pagamentos a serem feitos aos executivos da Enersis com base em metas de rentabilidade, o direito da Endesa España de nomear CEOs com poderes semelhantes na Enersis e na Endesa Chile, bem como a possibilidade de a Endesa España operar na região da América Latina sem a participação de sua sócia chilena. Após essas divulgações, o conselho de administração da Enersis, no qual os únicos conselheiros minoritários eram aqueles eleitos pelos AFPs (fundos de pensão

2 Sócio principal da Clarke e Associados, ex vice-ministro da Fazenda e ex Presidente do Conselho de Administração da Superintendência Chilena de Valores Mobiliários e Seguros

chilenos), declarou não ter tido acesso aos detalhes da aliança, rejeitando-a totalmente. O CEO foi demitido e a Endesa España concordou em reconsiderar o acordo.

181. As principais experiências desse episódio foram relativas à distribuição desigual de garantias, evidenciada pela diferença de preços oferecidos e pagos aos acionistas detentores de ações Classe A e Classe B das Chispas, a possibilidade de os acionistas com maior poder de negociação (i.e. os executivos da Enersis) obterem melhores preços para suas próprias ações, a divulgação de informações relevantes a órgãos reguladores estrangeiros, simultânea ao racionamento interno de informações, apesar do envolvimento crítico de uma empresa chilena, a falta de providências dos conselheiros minoritários para controlar e supervisionar os gerentes, a subsequente aquisição de participações minoritárias por acionistas que não queriam vender suas ações e o vazio de poder gerado pelos detentores de ADR sem condições legais de votar e eleger conselheiros.

2. A teoria por trás da reforma

182. Em consequência desse episódio, o governo chileno decidiu preparar uma nova estrutura regulamentar para governança corporativa e incorporações. Para incentivar esse esforço, o Ministério da Fazenda e a Superintendência de Valores Mobiliários e Seguros chamaram a Corporação Financeira Internacional (IFC) como parceiro externo reconhecido e experiente.

183. A primeira tarefa envolveu o desenvolvimento de uma estrutura teórica que fundamentaria todo o projeto e o posterior debate do projeto de lei. Dessa forma, duas áreas principais de governança corporativa foram definidas: os problemas de intermediação e as garantias privadas de controle. A primeira envolve os diferentes incentivos oferecidos aos gerentes em contraposição aos oferecidos aos acionistas e o último relaciona-se à justa distribuição de valor entre os diversos acionistas.

184. À época, o principal problema apresentado pelas corporações chilenas estava relacionado às garantias privadas de controle, pois a composição societária é, via de regra, bastante concentrada.

185. O problema das garantias privadas de controle, em si, podem ser divididos em duas áreas: inicialmente, preços de transferência e má administração das oportunidades corporativas; e, em segundo lugar, o tratamento dado aos acionistas minoritários em caso de incorporações.

186. A questão dos preços de transferência pressupõe que os gerentes e conselheiros selecionados pelos acionistas controladores detentores de informações privilegiadas (insiders) celebrem contratos em nome da corporação com partes nas quais o acionista controlador tenha grande parcela de participação ou algum outro tipo de interesse econômico. Por essa razão, não é raro que a legislação e os atos constitutivos societários exijam aprovação dos acionistas para vendas da totalidade ou parte significativa dos ativos da empresa.

187. O problema da má administração de oportunidades corporativas relaciona-se à capacidade, dos acionistas controladores, de se apropriarem de oportunidades comerciais benéficas à sociedade. O caso clássico dá-se quando uma oportunidade de negócio potencialmente rentável é proposta à sociedade e os conselheiros eleitos pelos acionistas controladores redirecionam o negócio para outra empresa na qual, de algum modo, tenham grande interesse econômico.

188. Uma série de mecanismos têm sido colocados em prática em diferentes contextos para enfrentar o problema de concentração e as questões resultantes de preços de transferência e má administração de oportunidades corporativas. Entre eles: o princípio de a uma ação corresponder um voto, o reforço dos direitos de voto, o requisito de maior quorum para assembleias de acionistas e a existência de direitos de preferência e de se retirar da sociedade. Alguns deles já existiam no Chile à época do caso Chispas, mas outros foram incluídos ou reforçados na nova legislação.

189. Uma incorporação é outro tipo de mecanismo mediante o qual os insiders ou acionistas controladores podem obter benefícios pessoais às custas da sociedade. Claramente, as incorporações são eficientes mecanismos disciplinadores da administração, tendo sido o novo regulamento projetado para não desencorajá-las, apesar do estabelecimento de procedimentos e direitos claros e definidos.

190. As incorporações são realizadas quando o proponente acredita poder extrair benefícios da aquisição. Esses benefícios relacionam-se à capacidade de gerar altos fluxos de caixa para a sociedade (casos em que a transferência é tida como eficiente) ou à capacidade de extrair benefícios pessoais às custas da sociedade (transferência ineficiente).

191. Quando uma incorporação é iniciada, o proponente oferece um preço por ação maior do que o atual preço de mercado, na expectativa de que sua posição controladora lhe permita, bem como ao novo controlador, a criação de valor maior que o existente. Uma questão central é identificar o proprietário que vai se beneficiar dessa diferença, conhecida como “benefício de controle”. O principal argumento no projeto de nossa reforma é o de que o valor das ações é determinado pelo valor atual do fluxo de caixa e, portanto, se o benefício de controle decorrer de uma transferência eficiente, deve ser distribuído igualmente entre todos os acionistas. De modo semelhante, se o benefício de controle resultar de uma transferência ineficiente (benefícios pessoais para os insiders), será também necessário distribuí-lo entre todos os acionistas, uma vez que esses benefícios pessoais são negados aos acionistas minoritários.

3. A Reforma

192. Feita a estruturação da teoria e dos princípios a serem seguidos, o governo chileno preparou o projeto de Lei de Ofertas Públicas de Ações e Governança Corporativa, que inclui os seguintes tópicos principais:

193. Ofertas Públicas de Ações: deve ser realizada uma oferta pública de ações sempre que a aquisição permitir a uma pessoa ou grupo agir de modo organizado para controlar a sociedade. O preço por ação deve ser o mesmo, oferecido de modo proporcional a todos os acionistas. Além disso, sempre que seu próprio interesse atingir dois terços das ações com direito a voto, o controlador deve realizar uma oferta pública que inclua as ações remanescentes. Além disso, quando a intenção for adquirir o controle de uma subsidiária, deve ser feita uma oferta pública para as ações desta última antes de ser realizada a oferta pública para as ações da controladora.

194. Operações com partes relacionadas: essas operações devem ser aprovadas pelo conselho de administração, mas as partes com algum interesse na operação não podem votar; além disso, as operações devem ser consistentes com os padrões de legitimidade similares aos tradicionalmente adotados pelo mercado. A opção de avaliação independente é exigida em determinadas circunstâncias.

195. Comitê de Auditoria: exige-se a criação de um comitê de auditoria em empresas com capital superior a US\$ 45 milhões. O comitê deve ser composto primariamente por membros independentes, se possível, e suas funções incluem o exame de relatórios dos auditores independentes, a fixação da remuneração dos executivos, as operações com partes relacionadas e outras tarefas previstas nos estatutos da empresa.

196. Ações de Responsabilidade: essas ações foram incluídas para permitir que os acionistas ou grupo de acionistas de uma empresa, detentores de pelo menos 5% das ações, ou qualquer de seus conselheiros possa reivindicar, em nome da empresa, indenização por danos a ela causados por qualquer violação da Lei das Sociedades por Ações e suas disposições, ou dos estatutos da empresa.

197. Direitos dos detentores de ADRs: os detentores de ADRs têm direito a voto nas assembleias de acionistas, bem como ao exercício de direitos de preferência³ e de retirada da sociedade.

198. As novas normas de governança corporativa resultaram em um regime legislativo moderno em sintonia com os princípios atuais existentes sobre a matéria. Assim, o grau de proteção oferecido aos acionistas no Chile tem recebido alta pontuação de entidades internacionais. Por exemplo, o banco Santander Central Hispano colocou o Chile em primeiro lugar entre os maiores mercados da América Latina em termos de proteção oferecida aos acionistas; a McKinsey&Company enfatizou o baixo nível de garantias de proteção de acionistas exigido para ações chilenas, dando a entender a existência de pouco espaço para melhorias; e o relatório de Análise de Padrões e Códigos (Review of Standards and Codes) do Banco Mundial (ROSC) observou que o Chile claramente seguiu todos os princípios de governança corporativa estabelecidos pela OECD.

4. A política de implementação de uma reforma de governança corporativa

199. O governo chileno iniciou a discussão do projeto de lei sobre Ofertas Públicas de Ações e Governança Corporativa no início de 1998 e, já no início do ano seguinte, o projeto de lei foi submetido ao parlamento para discussão. Sem dúvida, tratou-se de uma tarefa árdua e complexa, mas foram ponderados vários fatores que poderiam afetar o êxito de uma reforma de governança corporativa.

200. Circunstâncias: a opinião pública é primariamente afetada pelas circunstâncias que envolvem a discussão de normas de governança corporativa. Por exemplo, mercados de ações retraídos e eventos de conscientização pública influenciam a opinião pública, dirigindo-a para ações normatizadoras. Este último caso aconteceu no Chile, onde o caso Chispas alcançou tal notoriedade pública que houve um amplo consenso de que algumas normas deveriam ser criadas com certa urgência.

201. Grupos de interesse: uma importante parte da oposição inicial a alguns aspectos do projeto de lei baseou-se na falta de conhecimento adequado da iniciativa. Algumas das críticas mais comuns foram feitas no sentido de que novas normas implicariam expropriação de valor dos atuais insiders, prejudicariam os investimentos estrangeiros, incentivariam o fechamento do capital de sociedades ou simplesmente pressuporiam maiores despesas para os acionistas. Dessa forma, foi muito importante o início de esforços promocionais. Essa tarefa foi realizada mediante campanha dirigida a conquistar um número expressivo de advogados que compartilhassem suas visões positivas com outros participantes do mercado. Nesse sentido, os investidores foram especialmente ativos ao advogar a reforma. A SVS⁴ organizou o encontro dos principais executivos de fundos de pensão, fundos de investimento e investidores estrangeiros com empreendedores e legisladores, para convencer estes últimos dos benefícios da iniciativa. Partidos políticos, naturalmente, foram participantes fundamentais no processo. A visão da iniciativa tinha de ser centralizada e equilibrada, pois as facções políticas de direita imediatamente se oporiam a um projeto de lei com conotações de espírito não empreendedor e, por outro lado, os partidos de centro-esquerda não apoiariam iniciativas tímidas⁵.

3. A lei também incluiu tópicos não relacionados a governança corporativa: a reforma estipula os fundamentos para criação de um mercado emergente voltado às pequenas empresas, A liberalização de requisitos para fundos mútuos (patrimônio mínimo, número de acionistas, participação em assembleias de acionistas, menor volume de vendas e investimentos permissíveis), a criação de fundos para investidores de qualidade, a liberalização de administração de investimentos para fundos de investimentos (fechados), criação de opções de ações e aumento de recursos para a Superintendência Chilena de Valores Mobiliários e Seguros.

4. SVS: Superintendência Chilena de Valores Mobiliários e Seguros

5. Quando da realização da reforma, o executivo foi representado por uma coalizão de centro-esquerda e no Congresso havia uma representação equilibrada do governo e da oposição. Para aprovar o projeto de lei foi

202. Com o passar do tempo os princípios que fundamentavam a proposta de reforma foram entendidos pela maioria dos partidos e, o que é mais importante, percebeu-se que eram justos. Quando se percebe que alguma coisa é justa, torna-se difícil fazer-lhe oposição.

203. Composição societária: as normas de proteção aos direitos dos acionistas minoritários podem enfrentar forte oposição dos acionistas controladores. Esse foi o caso do Chile, onde as principais corporações são controladas por acionistas que detêm cerca de 70% das ações com direito a voto. Mas essa é precisamente a razão pela qual uma reforma era tão importante, pois o desenvolvimento de um mercado de ações participativo requer normas claras para todos os seus integrantes, especialmente os acionistas minoritários. Esses acionistas minoritários incluem investidores institucionais, como fundos de pensão, fundos mútuos, fundos de investimentos e seguradoras, que por serem mais sofisticadas conseguem monitorar seus investimentos com maior eficiência, produzindo efeitos positivos para o mercado. Esses efeitos são primariamente percebidos pelos legisladores e órgãos reguladores. Também são importantes as experiências recentes de privatização. Os legisladores preocupam-se com a proteção dos pequenos acionistas e com a estrutura de governança de empresas recentemente privatizadas.

204. O projeto de lei: no Chile, a contribuição de consultores externos foi importante, pois eles ajudaram a construir uma boa base teórica e enriqueceram as discussões graças à experiência na implementação de normas similares em outros mercados. O bom conceito de organizações internacionais e de pessoas de renome também contribuiu para a promoção da iniciativa. A apresentação do projeto de lei foi rigorosa e incluiu discussões teóricas, experiências internacionais e análises detalhadas de casos e situações. Além disso, deve-se considerar de alguma forma a inclusão de tópicos diversos de governança corporativa. No Chile o projeto de lei de Oferta Pública de Ações e Governança Corporativa incluiu uma série de outros instrumentos voltados a liberalizar e promover o mercado de capitais. Essa medida contribuiu para aumentar o apoio dado à reforma, pois o projeto de lei devia ser aprovado como um todo. Finalmente, a inclusão de um mecanismo de transição pode ser útil quando se enfrentam reformas cuja implementação de uma só vez é julgada demasiado radical por alguns. No caso do Chile, incluiu-se uma cláusula prevendo um período de três anos para exercício da opção de saída (*opt out*).⁶

205. Integração com o mundo: quanto maior a integração de um país com o resto do mundo, mais necessária se torna a adoção de melhores práticas, especialmente no mercado de capitais. Quando políticos e grupos de interesse estão cientes da necessidade de atrair investimentos estrangeiros, o processo de adoção de melhores normas de governança torna-se mais fácil. No Chile, uma parte importante da argumentação a favor das novas normas baseou-se na necessidade de reforçar o acesso a patrimônios estrangeiros por intermédio do aperfeiçoamento da proteção de investidores estrangeiros. Além do mais, a adoção de normas de proteção aos acionistas é essencial para as bolsas de valores nacionais que buscam reforçar sua presença na região. As bolsas de valores do Chile entenderam que mecanismos de proteção fracos intensificariam a migração de corporações chilenas para fora do país.

206. Política de Comunicação: para expor sua visão da reforma e colocar a questão de governança corporativa de modo firme na agenda pública, a SVS dependia essencialmente da publicidade feita sobre o projeto de lei. O presidente do conselho de administração da SVS compareceu a um expressivo número de seminários e a própria SVS publicou um livro, incluindo as opiniões favoráveis à reforma de vários líderes acadêmicos.

207. Negociações: a postura política do governo era complexa, pois era necessário navegar entre duas diferentes propostas, cada uma das quais associada a uma coalizão política. Por exemplo, os partidos de direita não apoiariam um decreto lei que, de um momento para outro, retirasse as garantias dos acionistas controladores. Esse foi um dos obstáculos finais encontrados na busca de consenso. Assim, o governo tinha

necessária a criação de maioria em cada câmara, incluindo votos da oposição e dos partidos políticos da situação.

6 . Isenção de três anos do requisito de oferta pública obrigatória para empresas que optarem nesse sentido.

de negociar com esses senadores a possibilidade de um mecanismo de transição que permitisse aos atuais acionistas controladores um período de três anos para exercício de sua opção de saída das normas de ofertas públicas. Duramente criticada por alguns congressistas da coalizão da situação, a disposição de opção de saída quase causou um outro atraso vital na aprovação da lei. Mesmo tardiamente reconhecida, a reforma no entanto não causou avalanches de incorporações, um efeito que alguns opositores esperavam como resultado de sua aprovação. No momento em que este documento está sendo redigido, o período de exercício da opção de saída está para expirar. Uma norma definitiva e confiável acerca de ofertas públicas de ações será criada dentro em breve.

5. Conclusões

208. Se um projeto de lei sobre governança corporativa for promulgado de acordo com os princípios básicos existentes sobre a matéria, de modo a não ser substancialmente modificado ao longo de seu caminho no congresso, poderemos afirmar que fomos bem-sucedidos ao criar normas rigorosas sobre governança corporativa. Ademais, o êxito implica que a reforma deva ser entendida, aceita e fielmente cumprida.

209. Uma série de fatores podem influenciar favorável ou desfavoravelmente a realização dos objetivos propostos, e o governo deve estar preparado para fortalecer os aspectos positivos e enfrentar os negativos. Esses fatores incluem: (a) as circunstâncias que cronologicamente envolveram as discussões; (b) a existência e peso de grupos de interesse; (c) o grau de integração do mercado com o resto do mundo; (d) a política de comunicações; e (e) o processo de negociações entre as partes.

210. A opinião pública é influenciada por eventos anteriores e pela maneira como esses eventos são informados e interpretados pelos veículos de comunicação. O público influencia os legisladores que, por sua vez, também são influenciados por outros grupos com diferentes interesses. É importante coordenar alianças com investidores institucionais, de modo que estes possam atuar como promotores ativos da reforma, não somente junto a legisladores, mas àqueles contrários à idéia.

211. No projeto de lei, a existência de uma base conceitual sólida é de fundamental importância. Uma estrutura sólida que permita a análise e discussão do problema apresentado inevitavelmente leva o debate a direções positivas e, ao mesmo tempo, o distancia de considerações parciais ou de batalhas pelo poder.

ANEXO C: ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA EM PAÍSES LATINO-AMERICANOS – UMA VISÃO GERAL EMPÍRICA

Fernando Lefort⁷

I. Introdução

212. O presente anexo fornece uma breve análise e comparação da composição societária e de controle, inclusive a composição do conselho de administração, das empresas latino-americanas, e se baseia em artigos descritivos e empíricos sobre governança corporativa nas economias latino-americanas. O presente anexo também apresenta novas informações com base em dados da ECONOMATICA⁸, relatórios anuais de várias sociedades e formulários 20-F registrados na SEC pelas sociedades latino-americanas de capital aberto no mercado dos EUA (ADRs).

213. O desafio mais importante a ser enfrentado ao preparar uma análise e comparação deste tipo é a pouca e diferente qualidade das informações entre países tão díspares. As informações sobre as empresas de capital aberto também são incompletas devido a pouca pesquisa empírica no âmbito do país e as diferentes exigências legais sobre a divulgação da participação societária. Não existem artigos abrangendo a região sobre a composição societária das economias latino-americanas, e somente casos de empresas de capital aberto no Brasil e Chile foram analisados profundamente no âmbito do país. A região também apresenta disparidades significativas nas exigências de divulgação da participação societária. Na maioria dos casos, especialmente no México e Argentina, nem mesmo as empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar sua total composição societária, sendo que em outros casos, a participação societária final é difícil de ser calculada devido ao uso constante das empresas controladoras como instrumentos de participação societária. Em muitos casos, as únicas informações confiáveis são aquelas constantes do formulário 20-F registrado pelas grandes sociedades latino-americanas de capital aberto no mercado dos EUA. Finalmente, não existem informações sistemáticas disponíveis sobre a composição societária e de controle das sociedades de capital fechado.

214. Apesar dessas dificuldades, duas claras características determinam as estruturas de controle e societárias da maioria das empresas latino-americanas: em primeiro lugar, essas sociedades apresentam uma participação acionária altamente concentrada; em segundo lugar, muitas empresas são direta ou indiretamente controladas por um dos vários conglomerados industriais, financeiros e heterogêneos que atuam nas economias da região. Um conglomerado é um grupo de empresas ligadas por meio de vínculos patrimoniais e controladas por famílias locais, um grupo de investidores atuando em conjunto ou, como observado mais recente e frequentemente, por uma sociedade estrangeira. Geralmente, os conglomerados são controlados pelos acionistas majoritários em estruturas relativamente complexas que incluem o uso de pirâmides, participações cruzadas e ações com ou sem direito a voto.

7 Fernando Lefort é professor na Faculdade de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Chile e diretor do Centro de Governança Corporativa dessa faculdade e universidade.

8 ECONOMATICA é um banco de dados de análise de investimentos que propicia informações de Mercado e financeiras para as empresas de capital aberto na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela.

215. A alta concentração acionária e a estrutura do conglomerado também afetam significativamente a composição do conselho de administração da sociedade. A maioria dos membros do conselho de administração das sociedades latino-americanas estão ligados aos controladores por meio de vínculos familiares, de amizade, relações comerciais e contratos de trabalho.

216. A composição societária das sociedades latino-americanas apresenta outras características interessantes. Apesar do grande número de privatizações das empresas estatais, o Estado ainda é um importante acionista em muitas grandes empresas da região. Além disso, em muitos casos, o processo de privatização de forma marcante determinou a configuração da composição societária e de controle das empresas privatizadas.

217. As reformas nos fundos de pensão da região também afetaram a composição societária e de controle na América Latina⁹. De forma direta, os fundos de pensão são importantes acionistas minoritários de várias sociedades da região e elegem membros dos respectivos conselhos de administração. De forma indireta, as reformas nos fundos de pensão instigaram também as reformas das leis societárias e de mercado de capitais, as quais contribuíram para o aprimoramento global dos mecanismos de governança corporativa.¹⁰

218. Finalmente, os mercados de capitais latino-americanos vivenciaram recentemente uma onda de fusões e aquisições, nas quais a participação societária detida pelas empresas de bandeira nacional foi transferida para empresas estrangeiras. Ademais, nos últimos 10 anos, muitas das grandes sociedades latino-americanas atingiram o mercado norte-americano por meio das ADRs, enquanto as negociações no âmbito doméstico diminuíram, apresentando índices de faturamento menores e um nível baixíssimo de novas emissões de títulos patrimoniais.

II. Composição societária e de controle e identidade na América Latina

219. O presente anexo analisa as composições societárias e as práticas do conselho de administração de seis economias latino-americanas. A tabela 1 apresenta indicadores selecionados de mercado de capital dessas economias. Para obter uma visão geral, considere que, enquanto o nível da renda per capita anual varia de US\$2,000 (Colômbia e Peru) a US\$5,000 (México), o índice de capitalização do mercado em relação ao PIB varia de menos de 20%, no caso da Argentina, a mais de 100%, no caso do Chile. Conforme já mencionado, todas as seis economias apresentam um índice de faturamento baixo, sendo que a Colômbia possui o menor (1%) e o Brasil e o México apresentam 12% e 13% respectivamente. O número de empresas de capital aberto varia de 459 no Brasil a 74 na Colômbia¹¹.

1. Concentração acionária

220. La Porta e outros (1998) documentaram, de forma clara, que na maioria dos países em desenvolvimento há uma alta concentração acionária. Uma simples medição da concentração acionária pode ser obtida ao observar os percentuais acionários detidos pelos maiores acionistas de um grupo de sociedades. A Tabela 2 fornece tal medição para o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas de um abrangente grupo de sociedades de capital aberto da ECONOMATICA no Brasil, Chile, Colômbia e Peru, e para um subgrupo de empresas emitentes de ADRs na Argentina e México. As provas são contundentes. O maior acionista individual dessas sociedades detém, em média, 53% do total das ações, e os cinco maiores acionistas somam cerca de 80% do total das ações. Essas provas provavelmente subestimam a verdadeira concentração acionária por dois motivos: por um lado, as empresas analisadas na

9 Consulte Walker e Lefort (2001).

10 Consulte Walker e Lefort (2001) e explicações mais detalhadas abaixo.

11 Números da ECONOMATICA.

amostra tendem a ser menos concentradas do que as empresas menores; e, por outro lado, geralmente, vários dos cinco acionistas maiores representam, na verdade, o mesmo legítimo proprietário.

221. Essa não é, contudo, a única prova disponível do alto grau de concentração societária das sociedades latino-americanas. Provas empíricas provenientes de amostragens pouco diferentes confirmam os resultados obtidos na Tabela 2 do presente anexo. No que se refere às grandes empresas argentinas de capital aberto, Apreda (2001) e de Michele (2002) relatam que dentre as 20 maiores sociedades de capital aberto, os acionistas controladores detêm 65% do capital. No caso do Brasil, Leal e outros (2002) verificaram que, em média, os cinco maiores acionistas de uma empresa tipicamente brasileira detêm 58% do capital total. Resultados semelhantes são observados em Lefort e Walker (2000c) para as sociedades de capital aberto no Chile. Eles observaram que os 5 principais acionistas detêm 80% das ações. Finalmente, Babatz (1997) confirma os resultados obtidos sobre concentração acionária no México. O maior acionista detém 65% das ações, em média, das sociedades de capital aberto, e 49%, no caso das empresas que emitem ADR.

2. *Composição societária e de controle*

222. Os altos índices de concentração acionária descritos acima claramente indicam que, nas sociedades latino-americanas, o controle societário é estritamente exercido pelos acionistas majoritários. Portanto, o enfoque da preocupação com a governança corporativa na região é o possível conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários. Tal conflito de interesse pode ser exacerbado pelo uso de estruturas elaboradas para separar os direitos de controle dos direitos econômicos. Nesse caso, uma característica importante das composições de controle acionário na região é a presença generalizada de conglomerados financeiros, industriais e heterogêneos. Um conglomerado é uma estrutura societária complexa usada por um proprietário em comum ou grupo de proprietários com o intuito de controlar uma gama maior de ativos pertencentes a sociedades de capital aberto e fechado. Os controladores dos conglomerados latino-americanos utilizam-se desses dispositivos, entre outros, para separar a participação acionária do controle acionário por meio de estruturas piramidais, participação cruzada e ações com ou sem direito a voto.

223. A identidade dos controladores alterou-se nos últimos anos. Apesar das famílias locais serem participantes importantes, o controle foi transferido para equipes de executivos e sociedades estrangeiras. Na maioria dos casos, os únicos acionistas minoritários importantes são investidores institucionais tanto nacionais como estrangeiros. As Tabelas 3 e 4 apresentam provas relacionadas à identidade dos controladores nas maiores sociedades de capital aberto latino-americanas, o grau de filiação ao conglomerado e a extensão da separação entre o direito de controle e o econômico. As tabelas foram construídas utilizando uma gama de fontes que são detalhadas abaixo.

224. Apesar do conglomerado ser a forma mais comum da composição societária na América Latina, diferentes países latino-americanos apresentam diferentes padrões de controle do conglomerado. Apreda (2001) e de Michele (2002) fornecem uma descrição simplificada da composição societária das grandes sociedades argentinas de capital aberto. Como já mencionado, dentre as 20 maiores sociedades de capital aberto, os acionistas controladores detêm 65% do capital, segundo esses pesquisadores. A identidade dos controladores foi alterada drasticamente nos últimos 5 anos, sendo que a participação acionária estrangeira aumentou vertiginosamente. Dentre as 40 maiores sociedades de capital aberto na Argentina, 25 são controladas por estrangeiros, 14 são controladas por famílias locais e somente 1 é estatal. Apesar de estruturas piramidais serem amplamente utilizadas na Argentina, economicamente, dados precisos sobre a extensão de tal prática não estão disponíveis. Khanna e Yafeh (2000) detectaram 11 conglomerados com participação acionária em empresas argentinas de capital aberto. Utilizando dados de 24 empresas argentinas que emitiram ADRs, um índice de 93% de filiação a grupos por meio de pirâmides, mas com pouca utilização das ações sem direito a voto (somente 3,9%) foi encontrado. Nessas sociedades, o grupo controlador detém direitos econômicos diretos e indiretos sobre a sociedade acima de 68%.

225. No caso do Brasil, a característica mais marcante das estruturas de controle é o uso generalizado de ações sem direito a voto para separar os direitos de controle dos direitos econômicos. Distorções introduzidas pelo sistema regulador e tributário nos anos 80 intensificaram a emissão e a compra de ações sem direito a voto nesse país. As leis brasileiras permitiram que as sociedades emitissem ações com ou sem direito a voto a uma razão de 1/3 das ações com direito a voto por 2/3 de ações sem direito a voto¹². Leal e outros (2002), Leal e Oliveira (2002) e Siffert (2002) descrevem em detalhes a composição societária das sociedades brasileiras. Como em outros países da região, eles constataram que os conglomerados são a forma predominante da estrutura societária no Brasil. Khanna e Yafeh (2000) encontraram 38 conglomerados com participação societária nas maiores empresas brasileiras de capital aberto. Utilizando dados dos 39 emissores brasileiros de ADRs, foi obtido um índice de 89% de filiação aos conglomerados por meio de pirâmides. Contudo, as ações com ou sem direito a voto são a forma mais comum de separar os direitos de voto dos direitos econômicos nas sociedades brasileiras. Cerca de 90% das 459 sociedades brasileiras de capital aberto integrantes da ECONOMATICA possuem ações sem direito a voto representando 120% do total do capital votante. Apesar do uso significativo das ações com ou sem direito a voto e das pirâmides, os controladores brasileiros detêm mais participação acionária do que o estritamente necessário para controle. Nessas sociedades, o grupo controlador detém direitos econômicos diretos e indiretos acima de 60%.

226. Em termos de identidade dos acionistas controladores, esses estudos mostram que ao se considerar as 100 maiores sociedades não financeiras no Brasil, 2 apresentam participação acionária disseminada, 29 são controladas por famílias (grupos locais), 37 são controladas por empresas estrangeiras e 32 são controladas pelo governo federal. A Tabela 3 apresenta esse resultados em termos percentuais.

227. Como em outros países latino-americanos, o Chile apresenta uma alta concentração acionária e composição societária dominada pela presença dos conglomerados¹³. Lefort e Walker (2000c) indicaram que 68% das sociedades chilenas de capital aberto são controladas por um dos aproximadamente 50 conglomerados não financeiros, representando 91% dos ativos das sociedades não financeiras chilenas de capital aberto. No momento, aproximadamente metade desses 50 conglomerados são controlados por sociedades estrangeiras multinacionais.

228. Os conglomerados chilenos são relativamente simples em termos de estrutura. A forma mais comum de separar os direitos de voto dos direitos econômicos é por meio de estruturas piramidais em que apenas 1/3 das empresas afiliadas de capital aberto estão em posição secundária ou em nível superior na estrutura piramidal. Comparativamente, somente 7,5% das sociedades de capital aberto detêm ações com ou sem direito a voto, sendo que participações cruzadas são proibidas pela lei¹⁴. Apesar de existir a tendência de os controladores de empresas chilenas separarem os direitos de voto dos direitos econômicos pelo uso dessas pirâmides, como no caso brasileiro, eles detêm mais participação acionária do que o estritamente necessário para controle. Na verdade, em média, 57% do capital consolidado é direta ou indiretamente detido pelos controladores. Muitas vezes, a titularidade indireta é difícil de ser confirmada devido ao uso extensivo de sociedades controladoras privadas como instrumentos de investimentos pela sua eficiência fiscal.

229. Apesar de a deficiência nos dados tornar impossível uma apresentação detalhada e conclusiva sobre a composição societária no México, Babatz (1997), Castañeda (2000) e Husted e Serrano (2001) esclarecem um pouco a situação nesse país. Assim como nos outros mercados abordados pelo estudo, a concentração acionária é muito alta no México e os conglomerados são a forma mais comum da estrutura

12. Contudo, a lei foi recentemente alterada diminuindo a proporção de novas ações sem direito a voto para 50% do capital total.

13. Lefort e Walker (2000c), Agosín e Pastén (2000) e Majluf e outros (1998) são artigos recentes sobre conglomerados e composição societária no Chile.

14. As empresas evitam emitir ações de classe dupla para atrair investimentos de fundos de pensão e não serem punidas por entidades que avaliam o índice de risco. Consulte Lefort e Walker (2000c).

societária, detendo, em média 65,5% do capital das sociedades de capital aberto. No caso mexicano, a separação da participação societária e do controle acionário é obtida por meio de ações com ou sem direito a voto e estruturas piramidais. A Tabela 4 mostra que 37% das sociedades de capital aberto emitiram ações sem direito a voto e 59% das sociedades de capital aberto pertencem a uma estrutura piramidal. Existem várias classes de ações emitidas pelas sociedades. Geralmente, as ações classe A conferem direitos de voto totais e são detidas estritamente pelas famílias controladoras. A maioria das ações negociadas apresentam limites no tocante ao direito de voto e são detidas pelos acionistas minoritários. A participação estrangeira também aumentou recentemente. Segundo Babatz (2000), 18% das 150 maiores empresas mexicanas de capital aberto apresentam controle estrangeiro.

3. *Investidores institucionais*

230. Os investidores individuais não são representativos nas empresas latino-americanas. Contudo, os investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão, realmente têm um papel importante na governança corporativa. A recente reforma nos fundos de pensão chilenos e a subsequente reforma na Argentina, Colômbia, Peru e México propiciou aos fundos de pensão um papel marcante como provedores de capital. Além disso, as reformas nos fundos de pensão geraram reformas nas leis societárias e de mercado de capitais que auxiliaram a aumentar a proteção dos acionistas minoritários em geral. Walker e Lefort (2001) fornecem vários exemplos indicando que a reforma nesses fundos está relacionada ao acúmulo de "capital institucional"¹⁵, estabelece uma estrutura jurídica mais dinâmica¹⁶, aumenta a especialização, a inovação, a transparência e a integridade dos mercados de capital e incrementa também as práticas de governança corporativa¹⁷. Eles também apresentaram provas estatísticas que confirmam a hipótese de que a reforma nos fundos de pensão reduz o custo de capital da empresa, diminui a volatilidade do preço dos títulos e aumenta o volume das negociações.

231. Em vários casos, os fundos de pensão, individualmente ou como um grupo, alcançaram participação acionária suficiente para justificar um papel importante de acionista minoritário, portanto, superando o problema tradicional de oportunismo. Ademais, devido à natureza dos fundos de pensão administrados por gerentes e sua influência política, estes se tornaram importantes formadores de opinião em assuntos relacionados à governança corporativa e à proteção dos acionistas minoritários. Exemplos desse tipo de influência exercida por investidores institucionais são os casos ENERSIS e Terra no Chile¹⁸. Mais especificamente, Walker e Lefort (2001) demonstram que no ano de 2000, as ações e debêntures dos fundos, como uma fração da capitalização do mercado, chegaram a 15,9% no Chile, 24,8% na Argentina e 32,1% no Peru. No caso do México, devido tanto à curta duração da reforma nos fundos de pensão e a canalização dos investimentos desses fundos em títulos indexados do governo, os investidores institucionais domésticos ainda desempenham um papel bastante limitado nos mercados de capital privado

15 Consulte Valdés e Cifuentes (1990).

16 Iglesias (1999) cita 25 reformas jurídicas no mercado de capitais chileno, iniciadas por necessidades de investimento dos fundos de pensão.

17 Por exemplo, associada à reforma do fundo de pensão do país, uma nova lei foi implantada na Argentina (Lei 24.552 de 1995). No Chile, a Associação dos Fundos de Pensão (ASAFP) notifica as autoridades e influencia a opinião pública sobre situações de governança corporativa negativas para os fundos de pensão. Os gerentes dos fundos de pensão são geralmente solicitados, pela Superintendência dos Gerentes de Fundos de Pensão (SAFP), a apresentar relatórios relativos a eventos ou operações realizadas por emissores de títulos que possam ter efeito negativo nos investimentos dos fundos de pensão. No Peru, pertencer à "AFP" tornou-se um novo status para os emissores de títulos, que exige mais transparência nas informações (Ramos, 1999).

18 No primeiro caso, um gerente de um fundo mútuo opôs-se à proposta da ENDESA espanhola e convocou uma reunião extraordinária de acionistas. No segundo caso, gerentes de fundos de pensão informaram ao regulador sobre as condições inadequadas da venda do Terra para a Telefonica espanhol

(Husted e Serrano (2001)). No Brasil, Siffert (2000) indica que, às vezes, devido ao processo de privatização, aumentou o número de sociedades que apresentam controle compartilhado, sendo que os investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros, detêm grandes blocos de ações e atuam como acionistas importantes, porém, não controladores.

III. Atos do conselho de administração e sua composição na América Latina

232. As leis societárias na maioria dos países latino-americanos indicam explicitamente que o conselho de administração é o principal órgão de tomada de decisão de uma sociedade, e seus membros têm dever de lealdade e de proteção perante todos os acionistas. Entretanto, em consequência da alta concentração acionária observada na maioria das empresas da região, o conselho de administração das sociedades latino-americanas tende a ser muito menos poderoso do que nos EUA ou Reino Unido, sendo então um mecanismo de pouca governança corporativa. Em termos gerais, o conselho de administração na América Latina tem função basicamente consultiva para os controladores, apresenta membros pouco independentes e quase nenhum ou poucos comitês atuantes.

233. A independência é uma característica fundamental para um membro do conselho de administração. Hillman e Dalziel (2003) alegam que um conselho de administração deve apresentar um equilíbrio adequado entre membros dependentes e independentes para proporcionar à empresa capacidade de monitoração e recursos estratégicos. Em normas recentemente adotadas, a SEC distinguiu os membros filiados daqueles dependentes. Enquanto um membro dependente é uma pessoa ligada à empresa por um cargo ou algum outro negócio ou relacionamento material, tal como a posição de fornecedor ou competidor¹⁹, um membro filiado é um acionista majoritário da sociedade, um controlador ou pessoa ligada ao controlador da sociedade. Contudo, na América Latina, devido ao uso disseminado de estruturas piramidais e o alto grau de envolvimento dos controladores nos negócios rotineiros da sociedade, os membros filiados ao conselho tendem a ser também dependentes, conforme definido pela SEC.

234. Há poucas informações sistemáticas sobre a composição do conselho de administração nos países latino-americanos. Para muitos países, as únicas informações disponíveis são os relatórios dos formulário 20-F arquivados na SEC. A Tabela 5 sintetiza os resultados por meio de várias fontes. Em média, o conselho de administração das empresas latino-americanas possui menos de 8 membros e menos da metade destes pode ser considerado tanto um membro independente quanto não filiado. Há alguns estudos relativos ao Brasil, Chile e México que ajudam a complementar esse resultado.

235. A estrutura e o funcionamento do conselho de administração das empresas brasileiras é analisado por Ventura (2000), Leal e Oliveira (2002), Spencer Stuart (1999) e Outra e Saito (2001). Como observado acima, a função do conselho de administração nas empresas brasileiras é meramente consultiva e seus membros tendem a ser filiados ao grupo controlador. Mais especificamente, 49% de seus membros são filiados aos acionistas controladores e menos de 20% dos diretores do conselho podem ser classificados como independentes (se utilizarmos o padrão dos EUA). Ademais, os diretores-presidentes das empresas também, geralmente, são filiados aos controladores e somente 17% das empresas possuem comitês permanentes.

236. Lefort e Walker (2000c), Iglesias (1999), Majluf et al. (1998) e Spencer Stuart-PUC (2000) observaram a composição do conselho de administração e seu funcionamento no Chile e obtiveram resultados semelhantes. Em particular, a pesquisa elaborada por Spencer Stuart-PUC demonstra que somente 55% dos diretores podem ser classificados como independentes e não filiados (se utilizarmos as definições da SEC), ou seja, eles não têm vínculo direto de família ou trabalho com a sociedade ou empresas a ela vinculadas. Contudo, o número real dos membros independentes do conselho é provavelmente muito menor, uma vez que muitos dos diretores auto-denominados independentes recebem boa parte dos seus rendimentos dos controladores, por meio de outras participações no conselho ou atividades consultivas. Lefort e Walker (2000c) demonstraram que ao se considerar os 5 maiores conglomerados, mais de 80% dos diretores podem ser considerados filiados aos controladores. Mesmo no

caso das sociedades em que os fundos de pensão detêm ações, em média, somente 10% dos membros do conselho são realmente eleitos pelos votos dos fundos de pensão²⁰.

237. Provas adicionais indicam uma falta de atividades de monitoramento dos conselhos de administração no Chile. Spencer Stuart-PUC relata que somente 29% dos diretores dos conselhos de administração chilenos estabeleceram comitês permanentes. Lefort e Walker (2000c) analisaram conselhos de administração chilenos integrados e descobriram que, em média, cada conselheiro de uma afiliada de capital aberto do conglomerado ocupa 1,6 assentos no conselho. Ademais, os conglomerados não compartilham seus diretores. Somente 3% dos diretores de uma amostragem total de 1.530 ocupam assentos em duas ou mais empresas pertencentes a controladores diferentes.

238. A situação não é muito diferente no México. Como indicado por Babatz (1997) e Husted e Serrano (2001), a nomeação dos diretores no México é bastante tratada em nível familiar. Uma simples observação da composição do conselho revela que 53% dos diretores são altos executivos da empresa ou de outras empresas do grupo ou então parentes desses executivos. Contudo, a falta de independência é provavelmente pior devido à dependência política e a outros tipos de relacionamentos tais como o “compadrazgo” (apadrinhamento).

20 Iglesias (2000).

País	PIB per capita (US\$) (1) (2002)	PIB per capita (US\$) PPP ajustado (1) (2002)	Mercado Cap./ PIB (2) (1997)	Valor Total Negociado / PIB (2) (1997)	Demanda Bancos Depósitos Privados (2) (1997)	de Demanda de demais intermediários / PIB (2) (1997)	Número de Sociedades de Capital Aberto (3) (2002)	Número de ADR (4) (2002)
Argentina	2400	-	0.11	0.04	0.15	0	152	24
Brasil	3580	7300	0.19	0.12	0.23	0.05	459	39
Chile	4590	9100	0.84	0.09	0.45	0.12	260	24
Colômbia	2020	6060	0.13	0.01	0.16	0.15	74	3
México	5070	8790	0.32	0.13	0.22	0.03	201	37
Peru	2080	4660	0.11	0.04	0.09	0.01	175	2
Média	3290	7182	0.28	0.07	0.22	0.06	220.2	21.5

(1) Country Risk Guide, Coface (2003).

(2) Dermigüç-Kunt, Asli and Ross Levine (2001), "Financial Structure and Economic Growth". MIT Press. (Dados de 1997).

(3) ECONOMATICA.

(4) www.NYSE.com

País	Amostra (2002)	% do maior acionista (2002)	% dos 3 maiores acionistas (2002)	% dos 5 maiores acionistas (2002)
Argentina**	15	61%	82%	90%
Brasil*	459	51%	65%	67%
Chile*	260	55%	74%	80%
Colômbia*	74	44%	65%	73%
México**	27	52%	73%	81%
Peru*	175	57%	78%	82%
Média	168.3	53%	73%	79%

* Fonte: ECONOMATICA.

** Fonte: Formulários 20-F ADR.

Tabela 3
Identidade dos Controladores

País	Controle nacional-privado	Controle Estrangeiro	Controle do Estado	Propriedade Dispersa	Número de Grupos (1) (1997)	% de afiliação a grupos (2) (2002)
Argentina*	38.6%*	59.1%*	2.3%*	0%*	11	93%
Brasil**	43%**	33%**	21%**	3%**	38	89%
Chile	69%	30%	0.8%	0%	50***	68%
Colômbia					7	50%
México		18%****			14	72%
Peru					5	100%
Média					19.2	79%

(1) Khanna and Yafeh (2000) "Business Groups and Risk Sharing Around the World". Anotações de Trabalho. Exceto Chile.

(2) Para Argentina, Brasil, Colômbia e Peru, dados extraídos dos Formulários 20-F ADR.

* Apreada (2000). 40 maiores sociedades.

** Siffert, Nelson "Governança Corporativa: Padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90". Anotações de Trabalho.

***Lefort, Tarziján, Espinosa (2003) "Corporate Investment in Chile: Group Effect". Pontificia Universidad Católica de Chile .

**** Babatz (2000).

Tabela 4
Separação de propriedade e controle

País	% de sociedades com ações sem direito a voto (1) (2002)	Ações sem/com direito a voto (2) (2002)	% de sociedades com esquemas piramidais de controle (3) (2002)	% de direitos do controlador sobre o fluxo de caixa (2002)
Argentina	3.9%	0.14	93%	68%
Brasil	86.9%	1.29	89%	60%
Chile	7.2%	0.07	68%	57%**
Colômbia*	7.1%	0.09	50%	-
México	37.8%	-	72%	59%
Peru*	61.0%	0.25	100%	-
Média	34.0%	0.37	79%	61.0%

(1) Número de sociedades com ações preferenciais/número total de sociedades (Economática).

(2) Número de ações preferenciais/Número de ações ordinárias (Economática).

(3) Fonte: Formulário 20-F ADR.

* Somente duas sociedades na amostra.

** Lefort and Walker (2000b) "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance". Abante.

Tabela 5			
Composição do Conselho de Administração			
País	Número de Conselheiros (2002)	% de Membros Independent es (2002)	Conselheiros / Número de Vagas no Conselho (2002)
Argentina*	8.1	38.8%	1.20
Brasil*	8.5	28.6%	1.10
Chile**	7.6	55.0%	1.60
Colômbia***	5.0	50.0%	-
México*	11.4	54.0%	1.09
Peru***	6.0	62.4%	-
Média	7.8	48.1%	1.25

* Fonte: Formulário 20-F ADR.

** Spencer-Stuart (2000) "Directors Guide".

*** Fonte: registro 20-F ADR (2 sociedades).

BIBLIOGRAFIA PARA O ANEXO C

Agosin, M. and Pastén, E.. Corporate Governance in Chile. Working Paper.

Aprada, R., (1991-2000). Corporate Governance in Argentina. Working Paper, Cema University.

Bryan, H., and Serrano, C..(2001).Corporate Governance in Mexico. Working Paper.

Castañeda, G., Internal Capital Markets and Financial Crisis. An Explanation of the Mexican Recovery after the 1995 Crisis. Working Paper.

De Gortari, F., Determinantes del Acceso al Financiamiento del Exterior de los Corporativos Mexicanos. Gaceta de Economía., 6,12.

Gálvez, J., and Tybout, J. Microeconomic Adjustments in Chile during 1977-81: the Importance of Being a Grupo. World Development, 13,8,969-994.

Gledson de Carvalho, A.(2002). Efeitos da Migracao para Níveis de Governanca. Working Paper, Sao Paulo University.

Hillman, A. and T. Dalzel (2003), Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, The Academy of Management Review.

Iglesias, Augusto (1999). "Economic Impact of Pension Reforms in Chile". Mimeo.

Iglesias, Augusto (2000). "The Impact of Pension Reform on Corporate Governance Practices and Regulations: Evidence from Chile". ABANTE, Studies in Business Management, Vol.3 N°1, October/April. pp.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1996). Law and Finance", NBER WP 5661.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1997). Legal determinants of External Finance, The Journal of Finance, July.

Leal, R., and De Oliveira, C., (2002), An Evaluation of Board Practices in Brazil. Working Paper, Rio de Janeiro Federal University.

Lefort, F, 2003, Gobierno Corporativo: ¿Que es? Y ¿Cómo andamos por casa?. Cuadernos de Economía, Nª 120.

Lefort F. and Walker E. 2000 a. Corporate Governance: Challenges for Latin America. Revista ABANTE, Vol 2, N°2, Octubre.

Lefort F, and Walker E. 2000 b. The Effects of Economic Shocks on Corporate Governance Systems in Chile. Revista ABANTE, Vol 2, N°2, Octubre.

Lefort F, and Walker E. 2000 c. Ownership and Capital Structure of Chile°1, Abril.

- Lefort F, and Walker E. 2001. Economic Performance of Conglomerates: Evidence from Chile. Preliminary Version.
- Marcillo, F., and Coutinho, L.(2001) Corporate Governance in Brazil. Working Paper.
- Michele, R., Corporate Governance: An Introduction to the Argentine Case. Working Paper.
- Mujica, A., and Rivera, J..(2000) Indice de Directorios. Working Paper.
- Nail, L., (2001),Issues in International Corporate Control and Governance. Research in International Business and Finance, volume 15.
- Paredes, R., and Sánchez, J.M.,(1995). Organización Industrial y Grupos Económicos: El caso de Chile. Working Paper.
- Martínez, L.,(2001), La Importancia de la Protección de los Derechos de Propiedad en el Sistema Financiero y en el Crecimiento Económico. Working Paper.
- Pereira, R., Carvalhal, A., and Mourthé, S., (2002). Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. Revista de Administracao Contemporânea V. 6,1,7-18.an Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile. Revista ABANTE, Vol 3, N
- Ramos, Jorge (1999). La Experiencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones en el Financiamiento de las Empresas a través del Mercado de Capitales en el Perú. Mimeo, AFP Integra, Perú.
- Siffert, N., Governanca Corporativa: Padroes Internacionais e Evidencias Empíricas no Brasil nos Anos 90. Working Paper.
- Srour, G., Práticas Diferenciadas de Governanca Corporativa: Um estudio sobre a conduta e a performance das firmas brasileira. Working Paper.
- Tarzijan, J., and Rivera, J..(2002) Reasons for Conglomeration: Empirical Analysis of Management Responses in Chile. Revista ABANTE, 3,2,203-226.
- Valdés P., Salvador y Rodrigo Cifuentes (1990). “Previsión Obligatoria para la Vejez y Crecimiento Económico. Documento de Trabajo N° 131, Instituto de Economía Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Walker, E., and Lefort, F. (2001) Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (hard) Links?. Working Paper, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Wigodski, T., and Zúñiga, F., (2003) Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas. Working Paper. 38.

ANEXO D: GLOSSÁRIO

Ação Coletiva: ação proposta por uma ou mais pessoas em nome de grupo de outras, todas com a mesma reivindicação. Até recentemente, a propositura dessas ações só era permitida por lei ordinária de determinados países.

Ação de Responsabilidade: ação judicial para reparação de danos causados por conselheiros ou outros administradores da sociedade, proposta por acionista(s), agindo em nome da sociedade. Em caso de êxito, a indenização poderá ser utilizada para cobrir as despesas jurídicas incorridas pelos acionistas na propositura da ação, mas o valor remanescente é destinado à sociedade e não diretamente aos acionistas que propuseram a ação.

Acionista Controlador: Acionista que detém número suficiente de votos para escolher a maioria dos membros do conselho e exercer controle de fato sobre a administração da sociedade. Um determinado acionista pode chegar a controlar a sociedade mesmo detendo menos de 50% de representatividade no capital, mediante o uso de ações com direitos especiais de voto, pirâmides de controle e outras táticas.

Acionista Minoritário: acionista cuja participação na sociedade é pequena demais para permitir que ele exerça influência direta sobre o conselho ou a administração da sociedade. Acionista não controlador.

ADRs: Certificado emitido por depositário americano, representando um determinado número de ações emitidas por sociedade não americana, representativas de seu capital. Os ADRs são normalmente negociados em bolsa de valores americana, mas podem não dar ao portador todos os direitos que seriam de se esperar em caso de ações de sociedade americana.

Assembleia Geral: assembleia de acionistas, na qual os conselheiros podem ser eleitos e as deliberações dos acionistas, itens que exijam aprovação dos acionistas (por exemplo, uma fusão), bem como a indicação de auditores estatutários ou externos podem ser aprovados ou rejeitados. Na assembleia geral os acionistas podem, também, dirigir questões à administração da sociedade.

Auditor Estatutário: eleito pelos acionistas para supervisionar a auditoria interna e os relatórios financeiros da sociedade e, em alguns casos, a aderência às normas e às deliberações dos acionistas. Os auditores estatutários compõem o conselho fiscal da sociedade.

Aumento de Capital: emissão de novas ações por uma sociedade.

Conselheiro Independente: refere-se tipicamente a membro do conselho que não exerce funções executivas na sociedade, não mantém relacionamento comercial ou contratual com a sociedade (além dos serviços prestados como conselheiro), nem esteja sob a influência de qualquer outro conselheiro ou grupo de acionistas; designa, em geral, o conselheiro capaz de agir de maneira bem-informada e objetiva. Contudo, os critérios de independência podem variar em diferentes países e sociedades, dependendo dos padrões de controle estabelecidos e das associações levadas a efeito com outras sociedades. Pode ser benéfico, para uma empresa individual definir independência com base na legislação local, nos regulamentos e diretrizes de melhores práticas que reflitam as condições da área específica.

Conselheiro “Informal”: designação de legislação ordinária para alguém que não exerce cargo de conselheiro, mas tem considerável influência nas deliberações tomadas pelo conselho.

Conselho Fiscal: formado por membros do conselho de administração da sociedade. Os conselheiros sem funções executivas normalmente compõem a totalidade ou a maioria dos membros do comitê. O comitê geralmente monitora a divulgação de informações financeiras da sociedade e, por vezes, a administração de risco e/ou a observância aos preceitos legais. Poderes para avaliar e/ou rejeitar operações realizadas com partes relacionadas podem também ser atribuídos ao Comitê.

Cruzamento Acionário: quando duas ou mais sociedades detêm ações uma da outra. Frequentemente utilizado em conjunto com pirâmides de controle.

Dever de Lealdade: dever de membro do conselho de agir consoante o interesse da sociedade e dos acionistas. O dever de lealdade deve evitar que os conselheiros ajam em seu próprio interesse, ou naquele de outra pessoa ou grupo, às custas da sociedade e de todos os acionistas.

Dever de Zelo: dever de membro do conselho de agir bem-informada e prudentemente no tocante a decisões que afetem a sociedade. Frequentemente interpretado como exigência feita ao conselheiro de dispensar aos assuntos da sociedade o mesmo tratamento que uma “pessoa íntegra” daria a seus próprios negócios. A responsabilidade subjacente ao dever de zelo é muitas vezes limitada pelas boas práticas comerciais.

Direitos de Preferência: direito dos acionistas existentes de participarem de qualquer aumento de capital. Os direitos de preferência devem evitar que a sociedade venda novas ações, em condições favoráveis, unicamente a alguns dos acionistas ou a não acionistas.

Direitos de Venda Conjunta: direito de outros acionistas de vender as respectivas ações, normalmente nas mesmas condições que as utilizadas pelo acionista controlador quando este último vende suficiente participação no controle da sociedade a novo proprietário; exigência que prevê que alguém em trâmite de adquirir participação controladora ofereça-se para comprar ações de todos os acionistas e não somente do acionista controlador.

Governança Corporativa: relações entre a administração da sociedade, seu conselho, acionistas e outras partes interessadas. A governança corporativa proporciona a estrutura que possibilitará o estabelecimento dos objetivos da sociedade, bem como os meios de cumpri-los e supervisionar o desempenho da sociedade.

Insider: Membro do conselho de administração de uma sociedade, administrador ou acionista controlador com acesso a informações privilegiadas. O termo pode também referir-se a outros *insiders* de fato, por exemplo um conselheiro “informal” ou outra pessoa que exerça controle sobre as operações rotineiras da sociedade.

Instituto de Conselheiros (IoD): Organização de membros de conselhos de administração que geralmente oferece treinamento, além de outros serviços.

Operações com Partes Relacionadas: operação realizada entre a sociedade e um ou mais de seus administradores, conselheiros, ou acionistas relevantes, seus parentes próximos ou associados, ou mesmo com entidade na qual estes detenham interesse.

Padrões Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS): padrões de relatórios financeiros criados pelo Comitê Internacional de Padrões Contábeis sediado em Londres (IASC). Dezenas de países adotaram os IFRS, ou prontamente adequaram suas próprias normas contábeis às propostas pelos IFRS. Esses padrões também são frequentemente mencionados como Padrões Contábeis Internacionais (IAS).

Partes Interessadas: indivíduos ou grupos, além dos acionistas, que têm interesse significativo nas operações da sociedade e no cumprimento das metas societárias (e/ou as influenciam), incluindo empregados, credores, fornecedores, clientes e a própria comunidade.

Pirâmide de Controle: Composição societária segundo a qual a matriz de uma sociedade controla uma porção de outra, que por sua vez pode deter uma fração do controle de uma terceira sociedade etc. Essa estrutura permite ao proprietário da matriz controlar as subsidiárias e, simultaneamente, deter uma fração da propriedade subjacente. Pode ser combinada a cruzamentos acionários para formar estruturas societárias complexas.

Procurador: Pessoa com poderes de exercer voto em nome de outros acionistas em assembleia geral. Termo também utilizado para designar o voto via postal utilizado por acionistas de alguns países, que dispensa o comparecimento à reunião.

Relatório Anual: Relatório emitido por sociedades de capital aberto, dirigido anualmente aos acionistas e contendo, via de regra, informações sobre o desempenho geral, as perspectivas futuras da sociedade, além das informações financeiras auditadas.

Resolução Alternativa de Controvérsias: uso de procedimentos privados de arbitragem ou de mediação para solucionar controvérsias de natureza cível que poderiam, de outra forma, ser levadas a instância judicial. Por exemplo, uma determinada bolsa de valores pode oferecer procedimentos privados de arbitragem vinculativos a determinadas sociedades ali registradas para acionistas em busca de reparação para violações de seus respectivos direitos. Se por um lado esses procedimentos privados de arbitragem e mediação são normalmente vistos como suplementares aos judiciais, por outro seu funcionamento efetivo depende de determinado amparo jurídico formal.

Titular Indireto: Pessoa que detém a propriedade de título ou outro bem, proprietário de fato. Nem sempre o titular indireto é o também o proprietário nominal (pessoa registrada como proprietária ou em nome de quem está registrada a titularidade do bem).

Voto Múltiplo: nessa modalidade, os acionistas designam seus votos a um ou mais candidatos à composição do conselho, em vez de votarem separadamente para cada um de seus membros. Cada acionista recebe um número de votos proporcional às ações que detém, ou seja, o número de ações desse acionista multiplicado pelo número de vagas de conselheiros a serem preenchidas. No sistema de voto múltiplo, 10% a 15% dos votos são geralmente suficientes para eleger um membro do conselho, o que pode permitir aos acionistas minoritários participar da escolha de alguns desses membros.

ANEXO E: LISTA DE PARTICIPANTES

Argentina	Dr. Marcos Bertin Director, Corporate Governance Division Voyer International Arroyo 828 P 3 Buenos Aires C1007AAB Argentina	Tel: 00 54 11 4322 3232 Fax: 00 54 11 4322 3232 e-mail: mbertin@voyer.com.ar
Argentina	Mr. Mario Casellini Executive Director FUNDECE (Business Foundation for Quality and Excellence) Bouchar 644 1° 'C' Buenos Aires C1106ABJ Argentina	Tel: 00 54 11 4311 2055 Fax: 00 54 11 4315 3492 e-mail: m_casellini@fundece.org.ar
Argentina	Ms. Analía Cuervo Consultant Argentina	Tel: Fax: e-mail: jchiar@sion.com
Argentina	Dr. Emilio Ferré Commissioner Comisión Nacional de Valores 25 de Mayo 175 Buenos Aires 1002 Argentina	Tel: 00 54 11 4329 4735 Fax: 00 54 11 4329 4749 e-mail: eferre@mecon.gov.ar
Argentina	Mr. Guillermo Fretes Partner Fretes & Arieu - Abogados 25 de Mayo 432, Piso 12 Buenos Aires C1002ABJ Argentina	Tel: 00 54 11 4313 8856 Fax: 00 54 11 4313 8887 e-mail: gafretes@infovia.com.ar
Argentina	Mr. Carlos Alberto Leone Active Consulting Viamonte 1145 P 6B Buenos Aires C1053ABW Argentina	Tel: 00 54 11 4372 0071 Fax: 00 54 11 4372 0071 e-mail: cleone@bonfra.com.ar

Argentina	Mr. Narciso Muñoz Vicechairman Comisión Nacional de Valores 25 de Mayo 175 Buenos Aires C1002ABC Argentina	Tel: 00 54 11 4329 4706 Fax: 00 54 11 4345 2879 e-mail: nmunoz@cnv.gov.ar
Argentina	Ms. Elvira Schamann Secretary General Ibero-American Federation of Exchanges - FIAB Cerrito 1266 Piso 12, Of. 50 Buenos Aires C1010AAZ Argentina	Tel: 00 54 11 4816 4401 Fax: 00 54 11 4816 1997 e-mail: eschamann@fiabnet.org
Argentina	Ms. Silvina Vatnick Director Center for Financial Stability San Martin 483 2nd Floor Buenos Aires C1004AAI Argentina	Tel: 00 54 11 4328 7306 Fax: 00 54 11 4328 7280 e-mail: svatnick@cfsargentina.org
Argentina	Dr. Carlos Marcelo Villegas Vice President Centre for Financial Stability San Martín 483, Piso 2 Buenos Aires 1004 Argentina	Tel: 00 54 11 4328 7280 Fax: 00 54 11 4328 7306 e-mail: villegas@nicholsonycano.com.ar
Bolivia	Mr. Juan Javier Estenssoro Moreno Superintendente Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros Calle Reyes Ortiz, Esq Federico Zuazo No. 74, La Paz 6118 Bolivia	Tel: 00 591 2 233 1212 Fax: 00 591 2 233 0001 e-mail: jjestenssoro@spvs.gob.bo
Bolivia	Mrs. Raquel Galarza Anze. Legal Manager Banco Central de Bolivia Calle Ayacucho, esq. Mercado La Paz Bolivia	Tel: 00 591 2 409 090 int 1201 Fax: 00 591 2407931 e-mail: rgalarza@mail.bcb.gov.bo

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Bolívia	Dr. Nabil Miguel Agramont Corporate and Financial Lawyer Estudio Juridico Financiero Calle Federico Zuazo No.1598 Edificio Park Inn piso 5 of 53 La Paz 4345 Bolivia	Tel: 00 59 12 231 3943 Fax: 00 59 12 231 3943 e-mail: nmiguel@caoba.entelnet.bo
Bolívia	Dr. Sergio Pantoja Navajas Corporate Lawyer PO Box 6901 La Paz Bolivia	Tel: 00 591 706 924 50 Fax: 00 59 12 2751 449 e-mail: pantojasergio@hotmail.com
Brasil	Mr. Paulo Cezar Aragão Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados Av. Presidente Juscelino São Paulo 04543-000 Brasil	Tel: 00 55 21 3365 4584 Fax: 00 55 21 3365 4598 e-mail: pca@bmalaw.com.br
Brasil	Mr. Claudio Avanian Jacob Analista Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5° andar São Paulo 01013-001 Brasil	Tel: 00 55 11 3233 2341 Fax: 00 55 11 3233 2051 e-mail: cjacob@bovespa.com.br
Brasil	Mrs. Heloisa Bedicks CEO Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19° andar, Conj 1910, World Trade Center São Paulo 04578-903 Brasil	Tel: 00 55 11 3043 7008 Fax: 00 55 11 3043 7005 e-mail: heloisa.bedicks@ibgc.org.br
Brasil	Mr. Luiz Cantidiano Presidente Comissão de Valores Mobiliários Rua Sete de Setembro, 111 - 32° andar Centro Rio de Janeiro 20159-900 Brasil	Tel: 00 55 21 3233 8242 Fax: 00 55 21 2221 6769 e-mail: pte@cvm.gov.br

Brasil	<p>Mr. Mauro Rodrigues da Cunha, CFA Diretor de Investimento Bradesco Templeton Asset Management Ltda. Av Brig Faria Lima, 1461 3° andar São Paulo SP 01481 900 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55 11 3039 3763 Fax: 00 55 11 3039 3863 e-mail: cunha@bradesco-templeton.com.br</p>
Brasil	<p>Mr. Cristiano de Souza Sócio Dynamo Asset Management Av. Ataulfo de Paiva, 1351 7° Andar Rio de Janeiro 22440-031 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55 21 2512 9394 Fax: 00 55 21 2512 5720 e-mail: cristianos@dynamo.com.br</p>
Brasil	<p>Mr. Paulo Diederichsen Villares Presidente Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19° andar, Sala 1910 World Trade Center São Paulo 04578-903 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55 11 3043 7008 Fax: 00 55 11 3043 7005 e-mail: paulodv@terra.com.br</p>
Brasil	<p>Mrs. Sandra Guerra Diretora de Marketing e de Investimentos CPM SA Rua Jeronimo Teles Junior, 35 São Paulo 05154-010 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55 11 3908 8030 Fax: 00 55 11 3908 8485 e-mail: sandra.guerra@cpm.com.br</p>
Brasil	<p>Mr. Bengt Hallqvist Ex-Presidente Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) Albuquerque Lins 867, Apt 803 São Paulo 01230-001 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55 11 3662 3587 Fax: 00 55 11 3662 3587 e-mail: bengthh@amcham.com.br</p>
Brasil	<p>Mr. Henrique Lang Sócio Pinheiro Neto - Advogados Rua Boa Vista, 254, 9° andar São Paulo 01014-907 Brasil</p>	<p>Tel: 00 55-11-237-8618 Fax: 00 55-11-237-8600 e-mail: hlang@pinheironeto.com.br</p>

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Brasil	Mr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes Diretor do Departamento de Desenvolvimento e Relações Internacionais Comissão de Valores Mobiliários Rua Sete de Setembro, 111 - 30º andar Centro Rio de Janeiro 20159-900 Brasil	Tel: 00 55 21 3233 8263 Fax: 00 55 21 3233 8292 e-mail: eduardom@cvm.gov.br
Brasil	Mr. Antonio Mendes Sócio Sênior Pinheiro Neto - Advogados Rua Boa Vista, 254, 9º andar São Paulo 01014-907 Brasil	Tel: 00 55 11 237 8510 Fax: 00 55 11 237 8600 e-mail: amendes@pinheironeto.com.br
Brasil	Mr. Gilberto Mifano Diretor-Presidente Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 São Paulo 01013-001 Brasil	Tel: 00 55 11 233 2183 Fax: 00 55 11 233 2403 e-mail: gilberto_mifano@bovespa.com.br
Brasil	Mr. José Luiz Osorio de Almeida Filho Sócio Jardim Botânico Partners Rua Baronesa de Pocone 233, Apt. 101, Centro Rio de Janeiro 22471-270 Brasil	Tel: 00 55 21 2512 5574 Fax: 00 55 21 2537 0473 e-mail: jlosorio@jbpartners.com.br
Brasil	Mrs. Adriana Sanches Departamento de Listagem e Desenvolvimento Comercial Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5º andar São Paulo 01013-000 Brasil	Tel: 00 55 11 3233 2003 Fax: 00 55 11 3233 2403 e-mail: asanches@bovespa.com.br
Brasil	Ms. Maria-Helena Santana Diretora Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5º andar São Paulo 01013-001 Brasil	Tel: 00 55 11 3233 2361 Fax: 00 55 11 3233 2051 e-mail: msantana@bovespa.com.br

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Brasil	Mr. Paulo Vasconcellos Sócio ProxyCon Assessoria Empresarial Rua Americo Brasiliense, 1765 Cj. 103 São Paulo 04715-003 Brasil	Tel: 00 55 11 5181 6845 Fax: 00 55 11 5182 6183 e-mail: paulo@proxycon.com.br
Brasil	Mr. Leonardo Viegas Presidente do Conselho de Educação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19º andar São Paulo 04578-903 Brasil	Tel: 00 55 11 3722 2189 Fax: 00 55 11 3721 5294 e-mail: lviegas@attglobal.net
Chile	Mr. Alvaro Clarke de la Cerda Consultor Padre Mariano 272 of 202, Providencia Santiago Chile	Tel: 00 56 2 235 9890 Fax: 00 56 2 235 6875 e-mail: aclarke@clarkeyasoc.cl
Chile	Mr. Pablo Cruzat Assessor Ministerio de Hacienda Teatinos 120 Floor 12, oficina 15 Santiago Chile	Tel: 00 56 2 675 5833 Fax: 00 56 2 675 4555 e-mail: pcruzat@minhda.cl
Chile	Mr. Ricardo Escobar Sócio Carey y Cía Miraflores 222 Piso 24 Santiago Chile	Tel: 00 56 2 365 7216 Fax: 00 56 2 633 1980 e-mail: Rescobar@carey.cl
Chile	Mr. Alejandro Ferreiro Superintendente Superintendency of Securities and Insurance Av. Bernardo O'Higgins 1449, Piso 12, Santiago 834-0518 Chile	Tel: 00 56 2 473 4035 Fax: 00 56 2 473 4003 e-mail: aferreiro@svs.cl
Chile	Dr. Fernando Lefort Pontificia Universidad Católica de Chile Escuela de Administracion Vicuña Mackenna 4860 Santiago Chile	Tel: 00 562 686 4353 Fax: 00 562 553 1672 e-mail: flefort@faceapuc.cl

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Chile	Mr. Dieter Linneberg Consultor Superintendency of Securities and Insurance Av. Bernardo O'Higgins 1449, Piso 12, 834-0518 Santiago Chile	Tel: 00 56 2 473 4035 Fax: 00 56 2 473 4003 e-mail: dlinnebe@svs.cl
Chile	Mr. Felipe Moro Carey y Cía Miraflores 222 Piso 24 Santiago 6500786 Chile	Tel: 00 56 2 365 7201 Fax: 00 56 2 633 1980 e-mail: fmoro@carey.cl
Colômbia	Mr. Andres Bernal Consultor Jurídico, Corporate Governance Project Colombia Confecámaras - CIPE Carrera 13, No 27-47, Of 502 Bogotá Colômbia	Tel: 00 57 1 346 7055 Fax: 00 57 1 346 7026 e-mail: andresbernal@confecamaras.org.c o
Colômbia	Mr. Clemente Del Valle Borraez Chaiman Supervalores - Colombian Securities Authority Avenida El Dorado 68 B 85 Piso 2 Bogotá Colômbia	Tel: 00 571 427 0536 Fax: 00 571 427 0815 e-mail: cdelvalle@supervalores.gov.co
Colômbia	Miss Paola Gutierrez Velandia Corporate Governance Program Manager for Colombia Confecamaras - CIPE Carrera 13 No. 27 - 47 Piso 5. Bogota AA 29750 Colômbia	Tel: 00 57 1 3 46 70 55 Fax: 00 57 1 3 46 70 26 e-mail: pgutierrez@confecamaras.org.co
Colômbia	Mr. Andres Vega Jaramillo Project Manager - Strengthening of Capital Markets Bolsa de Valores de Colombia Carrera 8 N.13-82 Piso 7 Bogotá Colômbia	Tel: 00 57 1 336 1623 Fax: 00 57 1 341 8885 e-mail: proyecto_bid@bvc.com.co
Colômbia	Mr. José Alberto Velez President Grupo Argos Carrera 43A, No. 7-50, Piso 17, Torre Empresarial Dann Medellin Colômbia	Tel: 00 574 319 8709 Fax: e-mail: javelez@grupoargos.com

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Colômbia	Mr. Santiago Velez Penagos Representante Legal para Asuntos Judiciales Exito SA Cra 48, No 32, BS 139 Envigado Medellin AA 3479 Colômbia	Tel: 00 57 4 339 6503 Fax: 00 57 4 339 5235 e-mail: santiago.velez@grupo- exito.com
Colômbia	Mr. Carlos Yepes Jimenez Director, Unidad Juridica Asesoria Bancolombia Carrera 52 No. 50-20 Piso 14 Medellin Colômbia	Tel: 00 574 510 8750 ext 8750 Fax: 00 574 510 8799 e-mail: cyepes@bancolombia.com.co
Espanha	Mr. Santiago Cuadra Abeti Secretario General Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores Paseo de la Castellana, 21 bajo derecha Madrid 28046 Espanha	Tel: 00 34 91 585 0901 Fax: 00 34 91 585 1641 e-mail: santiago@cnmv.es
Espanha	Mr. Juan Munguira Gonzalez Lawyer, member of the International Affairs Department Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV) Paseo de la Castellana 19 MADRID 28046 Espanha	Tel: 00 34 91 585 2255 Fax: 00 34 91 585 4110 e-mail: Munguira@cnmv.es
Estados Unidos da América	Mr. Sherman Boone Senior International Economist United States Department of Treasury 1500 Pennsylvania Ave, N.W. Washington 20220 United States	Tel: 00 1 202 622 1246 Fax: 00 1 202 622 1254 e-mail: Sherman.Boone@do.treas.gov
Estados Unidos da América	Mr. Stephen Dover Managing Director, International Chief Investment Officer Franklin Templeton Advisors One Franklin Parkway San Mateo 94403-1906 United States	Tel: 00 1 650 312 2406 Fax: e-mail: sdover@frk.com

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Estados Unidos da América	Mr. Raul Herrera Head, Latin American Practice Group Winston and Strawn, LLP 1400 L Street, N.W. Washington 20005 United States	Tel: 00 1 202 371 5763 Fax: 00 1 202 371 5950 e-mail: rherrera@winston.com
Estados Unidos da América	Mr. Steven Polansky Director, International Affairs and Services NASD 1735 K Street, NW Washington 20006-1516 United States	Tel: 00 1 202 728 8331 Fax: 00 1 202 728 8089 e-mail: steven.polansky@nasd.com
Estados Unidos da América	Ms. Georgia Sambunaris Financial Markets Specialist United States Agency for International Development (USAID) EGAT/EG, Ste 2.10-091 1300 Pennsylvania Avenue, NW Washington 20523-2600 United States	Tel: 00 1 202 712 0212 Fax: 00 1 202 216 3593 e-mail: gsambunaris@usaid.gov
Estados Unidos da América	Mr. John Zemko Senior Program Officer, Latin America and the Caribbean Center for International Private Enterprise (CIPE) 1155 15th Street NW, Suite 700 Washington 20005 United States	Tel: 00 1 202 721 9238 Fax: 00 1 202 721 9250 e-mail: jzemko@cipe.org
México	Mr. Roberto Danel Consultor de Governança Corporativa Control de Gestion de Negocios, S.C. Calderon de la Barca No. 359-200 Col. Refoma Polanco Mexico DF 11560 México	Tel: 00 52 55 5531 5939 Fax: 00 52 55 5531 2638 e-mail: cgestion@prodigy.net.mx
México	Mr. Jorge Familiar Calderon Vicepresident - Stock Exchange Supervision Comision Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) Insurgentes Sur 1971Torres Sur, piso 10 México	Tel: 00 52 55 5724 6650 Fax: 00 52 55 5724 6976 e-mail: jfamiliar@cnbv.gob.mx

México	<p>Mr. Samuel Podolsky President Instituto Mexicano de Gobernabilidad Corporativa Avenida De Las Palmas 1115 Lomas de Chapultepec México D.F. 11000 México</p>	<p>Tel: 00 52 55 5202 1104 Fax: 00 52 55 5202 5104 e-mail: sampodolsky@governabilidad-corporativa.org</p>
México	<p>Mr. James E. Ritch Grande Ampudia Partner Ritch, Heather y Mueller, S.C. Torre del Bosque Blvd. M. Ávila Camacho No.24, Piso 20 Mexico DF, 11000 México</p>	<p>Tel: 00 52 55 9178 7037 Fax: 00 52 55 9178 7095 e-mail: jritch@rhm.com.mx</p>
México	<p>Mrs. Vanessa Rubio Márquez Acting General Director for International Financial Affairs Secretaría de Hacienda y Crédito Público Palacio Nacional 4° Patio Mariano Edif D 4° Piso Col. Centro México 06000 México</p>	<p>Tel: 00 52 55 9158 1181 Fax: 00 52 55 9158 1182 e-mail: vanessa_rubio@hacienda.gob.mx</p>
México	<p>Mr. Eduardo Trigueros Gaisman Listing and Issuers Director Bolsa Mexicana de Valores Paseo de la Reforma 255, P.B. Col. Cuauhtenoc Mexico 06500 México</p>	<p>Tel: 00 52 55 5726 6727 Fax: 00 52 55 5726 6944 e-mail: etriguer@bmv.com.mx</p>
Peru	<p>Mr. Roque Benavides Chair Association of Corporate Directors of Peru (ASDIC) C/o Buenaventura Av Carlos Villaran 790 Lima 13 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 419 2538 Fax: 00 511 471 7349 e-mail: roqueben@buenaventura.com.pe</p>

Peru	<p>Mr. Carlos Eyzaguirre Guerrero President Comisión Nacional Supervisora Empresas y Valores (CONASEV) Av. Santa Cruz 315 Miraflores Lima 18 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 422 7300 Fax: 00 51 1 422 7196 e-mail: ceyzaguirre@conasev.gob.pe</p>
Peru	<p>Mr. Cesar Fuentes Treasurer Association of Corporate Directors of Peru (ASDIC) Alonso de Molina 1652, Monterrico Chico, Lima 100 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 440 7236 Fax: 00 511 345 1328 e-mail: CFuentes@esan.edu.pe</p>
Peru	<p>Mr. Aldo Fuertes Anaya Principal Analyst Center for Economic Development Av. Los Incas 172, Piso 7 San Isidro Lima 27 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 436 9750 Fax: 00 511 426 8988 e-mail: afuertes@prestaclub.com</p>
Peru	<p>Mr. José Moquillaza Risco Member of the Board Organismo Supervisor de la Inversion Privada en Infraestructura de Transporte (OSITRAN) Calle Bolivia No 120 . Piso 19o Centro Civico Lima 1 Peru</p>	<p>Tel: Fax: 00 511 271 9925 e-mail: jose.moquillaza@mail.com</p>
Peru	<p>Mr. Andres Nobl Director Ejecutivo Asociación de Directores Corporativos (ASDIC) Antequera 866 San Isidro Lima 27 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 421 2112 Fax: 00 511 441 5410 e-mail: andyno@terra.com.pe</p>
Peru	<p>Dr. Federico Oviedo Vidal CEO Stock Exchange of Lima Pasaje Acuña 106 Lima 1 Peru</p>	<p>Tel: 00 511 619 3333 (ext. 2202) Fax: 00 511 619 3350 e-mail: foviedo@bvl.com.pe</p>

RELATÓRIO OFICIAL SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA AMÉRICA LATINA

Reino Unido	Mr. Noel Hinton Deputy Director General The Takeover Panel PO Box 226 The Stock Exchange Building London EC2P 2JX United Kingdom	Tel: 00 44 20 7382 9026 Fax: 00 44 20 7638 1554 e-mail:
Reino Unido	Mr. Chris Pierce Head of Director Training and Development Institute of Directors 116 Pall Mall London SW1Y 5ED United Kingdom	Tel: 00 44 207 451 3292 Fax: 00 44 207 766 2606 e-mail: chris.pierce@iod.com
Venezuela	Ms. Sonia De Paola de Gathmann General Manager Asociacion Venezolana de Ejecutivos Av. Venezuela. Edif. Venezuela, Piso 3, Oficina 33, El Rosal Caracas 1060 Venezuela	Tel: 00 582 12 952 4944 Fax: 00 582 12 952 5722 e-mail: ave_gerencia@cantv.net
Venezuela	Mr. Italo Pizzolante Négron President Asociacion Venezolana de Ejecutivos Av. Venezuela. Edif. Venezuela, Piso 3, Oficina 33 Caracas Chacao 1060 Venezuela	Tel: 00 582 12 952 4944 Fax: 00 582 12 953 9222 e-mail: ave_presidencia@cantv.net

Organizações Internacionais

Corporación Andina de Fomento (CAF)	Mr. Camilo Arenas Samper Director, Financial Markets Department Corporación Andina de Fomento Av. Luis Roche, Torre CAF Caracas 69011 Venezuela	Tel: 00 58 212 209 2181 Fax: 00 58 212 209 2325 e-mail: carenas@caf.com
Global Corporate Governance Forum	Ms. Alyssa Machold Projects Officer Global Corporate Governance Forum c/o The World Bank Group 1818 H Street, NW Washington 20433 United States	Tel: 00 1 202 473 6857 Fax: 00 1 202 522 7588 e-mail: amachold@worldbank.org
Global Corporate Governance Forum	Ms. Anne Simpson Manager Global Corporate Governance Forum c/o The World Bank Group 1818 H Street NW Washington 20433 United States	Tel: 00 1 202 473 3604 Fax: 00 1 202 522 7588 e-mail: asimpson@worldbank.org
Inter-American Development Bank (IADB)	Mr. Fernando de Mergelina InterAmerican Development Bank 1300 New York Avenue, N.W. Washington 20577 United States	Tel: 00 1 202 Fax: 00 1 202 e-mail: fernandodem@consultant.iadb.org
Inter-American Development Bank (IADB)	Mr. Pietro Masci Chief, Infrastructure and Financial Markets Division InterAmerican Development Bank 1300 New York Avenue, N.W. Washington 20577 United States	Tel: 00 1 202 623 2617 Fax: 00 1 202 623 2157 e-mail: pietrom@iadb.org
Inter-American Development Bank (IADB)	Dr. Antonio Vives Deputy Manager, Infrastructure, Financial Markers and Private Enterprise, Inter-American Development Bank 1300 New York Av. N.W. Washington United States	Tel: 00 1 202 623 1608 Fax: 00 1 202 623 1708 e-mail: antoniov@iadb.org

<p>Inter-American Investment Corporation</p>	<p>Mr. Jean-Michel Houde Principal Corporate Advisor to the General Manager Inter-American Investment Corporation 1350 New York Avenue, NW, Office B-1130 Washington 20016 United States</p>	<p>Tel: 00 1 202 623 2876 Fax: 00 1 202 623 3815 e-mail: jean@iadb.org</p>
<p>International Finance Corporation (IFC)</p>	<p>Mr. Darrin Hartzler Senior Corporate Governance Officer, Corporate Governance Unit, Global Financial Markets Department International Finance Corporation (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington 20433 United States</p>	<p>Tel: 00 1 202 473 0027 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: dhartzler@ifc.org</p>
<p>International Finance Corporation (IFC)</p>	<p>Mr. Mike Lubrano Principal Securities Market Specialist, Global Financial Markets Department, Head, Corporate Governance Unit International Finance Corporation (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington 20433 United States</p>	<p>Tel: 00 1 202 473 7891 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: mlubrano@ifc.org</p>
<p>International Finance Corporation (IFC)</p>	<p>Mr. Bernard Pasquier Director, Latin America and the Caribbean International Finance Corporation (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington 20433 United States</p>	<p>Tel: 00 1 202 473 0736 Fax: e-mail: bpasquier@ifc.org</p>
<p>International Finance Corporation (IFC)</p>	<p>Mr. Peter Taylor Corporate Governance Officer, Corporate Governance Unit, Global Financial Markets Department International Finance Corporation (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington 20433 United States</p>	<p>Tel: 00 1 202 458 1704 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: ptaylor@ifc.org</p>

International Monetary Fund (IMF)	Ms. Katharine Christopherson Counsel, Legal Department International Monetary Fund (IMF) Room GS4-244 700 19th Street, N.W. Washington 20431 United States	Tel: 00 1 202 623 5376 Fax: 00 1 202 589 5376 e-mail: kchristopherson@imf.org
World Bank	Mr. Alexander Berg Senior Private Sector Development Specialist, Investment Climate Department The World Bank 1818 H Street NW Room I9-032 Washington 20433 United States	Tel: 00 1 202 473 3687 Fax: 00 1 202 522 2029 e-mail: aberg2@worldbank.org
World Bank	Mr. Olivier Frémond Program Coordinator, Corporate Governance, Investment Climate Department The World Bank Group 1818 H Street NW Room I9-025 Washington 20433 United States	Tel: 00 1 202 473 2714 Fax: 00 1 202 522 2029 e-mail: Ofremond@worldbank.org

Secretariado da OCDE

OCDE	Mr. William H Witherell Director, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs OECD 2, rue André Pascal Paris 75016 France	Tel: 01 45 24 91 00 Fax: 00 33 1 45 24 13 32 e-mail: william.witherell@oecd.org
OCDE	Mr. Mats Isaksson Head of the Corporate Affairs Division OECD 2, rue André Pascal Paris 75016 France	Tel: 01 49 10 43 40 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: mats.isaksson@oecd.org
OCDE	Mr. Daniel Blume Principal Administrator Corporate Affairs Division OECD 2, rue André Pascal Paris 75016 France	Tel: 01 49 10 42 80 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: daniel.blume@oecd.org
OCDE	Miss Laura Holliday Project Co-ordinator, Corporate Affairs Division OECD 2, rue André Pascal Paris 75016 France	Tel: 01 49 10 43 50 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: laura.holliday@oecd.org