

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

# MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“Análise Fundamentalista e o Papel da Governança Corporativa:  
um Estudo de Evento no Setor Elétrico Brasileiro”

Flávio Fantini Clemente

Matrícula nº. 0611115

Orientadora: Marina Figueira de Mello

Tutor: Márcio Garcia

Junho de 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

## MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“Análise Fundamentalista e o Papel da Governança Corporativa:  
um Estudo de Evento no Setor Elétrico Brasileiro”

Flávio Fantini Clemente

Matrícula nº. 0611115

Orientadora: Marina Figueira de Mello

Tutor: Márcio Garcia

Junho de 2010

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”**

**Dedico este trabalho, em especial, para: meu pai, que foi um grande companheiro e de estudo e amigo ao longo do curso de graduação, minha mãe por ser agente principal na minha educação e formação, minha namorada pelo carinho e apoio por todo este tempo, professora Marina de Mello pelo aprendizado e pelas longas e agradáveis conversas em sua sala e a equipe da Jardim Botânico Investimentos por ter me aberto um mundo de conhecimento e me proporcionar um aprendizado a cada dia.**

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2. MERCADO ACIONÁRIO:.....</b>	<b>8</b>
2.1. EVOLUÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO: .....	9
2.2. CAMINHO AINDA A SER PERCORRIDO: .....	11
2.3. ATRATIVIDADE DO MERCADO ACIONÁRIO: .....	15
<b>3. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA E SEUS PRINCIPAIS CONCEITOS .....</b>	<b>19</b>
3.1. OS PRIMEIROS PASSOS DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA:.....	19
3.2. A ESSÊNCIA DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA:.....	21
3.3. ANÁLISE GRÁFICA: .....	23
3.4. CONCEITOS TEÓRICOS E A PRÁTICA: O PASSO-A-PASSO DA ANÁLISE: .....	30
3.4.1. Princípios de Negócio: .....	32
3.4.2. Princípios Financeiros:.....	44
3.4.3. Princípios de Valor: .....	54
3.4.4. Princípios de Gestão: .....	67
<b>4. PAPEL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA:.....</b>	<b>71</b>
4.1. ORIGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: .....	71
4.2. ESSÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA:.....	73
4.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E NO BRASIL:.....	74
4.4. O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DAS EMPRESAS: .....	84
4.5. IMPORTÂNCIA DO FILTRO DE GOVERNANÇA:.....	88
4.6. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO NA PRÁTICA: .....	89
4.6.1. Tag Along: .....	90
4.6.2. Partes relacionadas:.....	92
4.6.3. Presidente executivo x presidente do Conselho: .....	94
4.6.4. Conselheiros independentes: .....	96
4.6.5. “Pílula de veneno”: .....	96
4.6.6. Remuneração dos executivos:.....	102
<b>5. ESTUDO DE CASO: SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO APÓS 2004.....</b>	<b>105</b>
5.1. PANORAMA DO SETOR ELÉTRICO E A MUDANÇA REGULATÓRIA DE 2004: .....	105
5.2. O IMPACTO NAS COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO DE CAPITAL ABERTO: .....	112
5.3. O CONTRA-EXEMPLO: SETOR AÉREO:.....	116
5.4. CONCLUSÃO: .....	120
<b>6. CONCLUSÃO: .....</b>	<b>122</b>
<b>7. BIBLIOGRAFIA PRINCIPAL:.....</b>	<b>123</b>

## GRÁFICOS E TABELAS

ILUSTRAÇÃO 1: EVOLUÇÃO DE ADR'S .....	10
ILUSTRAÇÃO 2: VOLUME FINANCEIRO MÉDIO DO IBOVESPA E EVOLUÇÃO EM PONTOS .....	11
ILUSTRAÇÃO 3: MÉDIA DIÁRIA DOS NEGÓCIOS DA BOVESPA .....	11
ILUSTRAÇÃO 4: EVOLUÇÃO DO Nº DE COMPANHIAS COM AÇÕES NEGOCIADAS NA BOVESPA .....	12
ILUSTRAÇÃO 5: DIVISÃO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS.....	14
ILUSTRAÇÃO 6: PENETRAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DA BOLSA EM RELAÇÃO AO PIB .....	14
ILUSTRAÇÃO 7: ÍNDICE IBOVESPA EM PONTOS E RENTABILIDADE (%) DE CADA ANO .....	16
ILUSTRAÇÃO 8: ÍNDICE IGC EM PONTOS E RENTABILIDADE (%) DE CADA ANO .....	16
ILUSTRAÇÃO 9: EVOLUÇÃO DA TAXA CDI (%) DE 1994-2009.....	17
ILUSTRAÇÃO 10: GRÁFICO DA AÇÃO DA ODONTOPREV (ODPV3) EM RELAÇÃO AO IBOVESPA .....	25
ILUSTRAÇÃO 11: GRÁFICO BÁSICO DA COTAÇÃO DA AGRENCO (AGEN11) .....	26
ILUSTRAÇÃO 12: QUADRO DE PROCESSOS DA AGRENCO EXPOSTO PELA CVM .....	27
ILUSTRAÇÃO 13: EVOLUÇÃO DO ÍNDICE IBOVESPA EM PONTOS .....	28
ILUSTRAÇÃO 14: TEMAS ESSENCIAIS NA ANÁLISE .....	31
ILUSTRAÇÃO 15: RENTABILIDADE DO ÍNDICE NASDAQ .....	36
ILUSTRAÇÃO 16: RENTABILIDADE DOS IPO'S (2007-2010) APÓS O SÉTIMO PREGÃO ....	37
ILUSTRAÇÃO 17: GRÁFICO DA AÇÃO DA VA LINUX.....	39
ILUSTRAÇÃO 18: MIX DO VOLUME VENDIDO PELA COCA-COLA .....	40
ILUSTRAÇÃO 19: RETORNO AO ACIONISTA DA VALE.....	41
ILUSTRAÇÃO 20: PRODCUÇÃO INDUSTRIAL GLOBAL .....	41
ILUSTRAÇÃO 21: PREÇOS DE METAIS GLOBAIS.....	42
ILUSTRAÇÃO 22: MARGEM EBITDA SETORIAL BRASILEIRO .....	46
ILUSTRAÇÃO 23: EVOLUÇÃO DA COTAÇÃO DE TLPP4 X IBOV NO PERÍODO DE 2008-2009.....	48
ILUSTRAÇÃO 24: REMUNERAÇÃO EM DIVIDENDOS EM RELAÇÃO AO LUCRO LÍQUIDO DA SOUZA CRUZ .....	48
ILUSTRAÇÃO 25: CAPITAL DE GIRO DA TEGMA NO PERÍODO DE 2004-2009 .....	50
ILUSTRAÇÃO 26: FREQUÊNCIA ROES DAS COMPANHIAS SELECIONADAS.....	52
ILUSTRAÇÃO 27: DADOS FINANCEIROS DA SADIA .....	53
ILUSTRAÇÃO 28: CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	58
ILUSTRAÇÃO 29: FORMULAÇÃO DO CÁLCULO DO RESULTADO OPERACIONAL.....	59
ILUSTRAÇÃO 30: PARTE DO MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	61
ILUSTRAÇÃO 31: PERPETUIDADE.....	61
ILUSTRAÇÃO 32: CÁLCULO DO WACC.....	63

<b>ILUSTRAÇÃO 33: EVOLUÇÃO DA CURVA DO <i>US TREASURY BOND YIELDS</i> COM DATA BASE DE 16/04/2010.....</b>	<b>64</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 34: EVOLUÇÃO RISCO-BRASIL .....</b>	<b>65</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 35: INFLAÇÃO BRASILEIRA SOBRE A INFLAÇÃO NORTE-AMERICANA ENTRE 1998-2009.....</b>	<b>66</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 36: DETERMINANDO VALOR DA EMPRESA JUSTO .....</b>	<b>66</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 37: LANÇAMENTO DE AÇÕES NA ALEMANHA ENTRE 1996-1999.....</b>	<b>78</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 38: EVOLUÇÃO DO VOLUME NEGOCIADO NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO.....</b>	<b>80</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 39: COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO.....</b>	<b>82</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 40: PROBLEMA DE AGÊNCIA .....</b>	<b>85</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 41: IMPACTO NO VALOR DAS COMPANHIAS .....</b>	<b>86</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 42: DETALHES DA PÍLULA DE VENENO NAS COMPANHIAS ABERTAS....</b>	<b>99</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 43: CONTINUAÇÃO DA ILUSTRAÇÃO 32 .....</b>	<b>100</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 44: QUADRO REFERENTE ÀS PRIVATIZAÇÕES DO SETOR ELÉTRICO..</b>	<b>107</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 45: CRESCIMENTO DO CONSUMO DE ENERGIA X CRESCIMENTO DO PIB BRASILEIRO.....</b>	<b>108</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 46: ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DO SETOR ELÉTRICO PÓS-2004....</b>	<b>109</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 47: FIM DO SELF-DEALING PÓS MARCO REGULATÓRIO .....</b>	<b>111</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 48: UNIVERSO FINAL DE COMPANHIAS ELÉTRICAS.....</b>	<b>113</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 49: VOLUME MÉDIO MENSAL DAS EMPRESAS ELÉTRICAS EM R\$ MILHÕES.....</b>	<b>114</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 50: DESEMPENHO DAS AÇÕES EM TERMOS NOMINAIS* .....</b>	<b>114</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 51: ÍNDICE DE ENERGIA ELÉTRICA VS. ÍNDICE IBOVESPA .....</b>	<b>115</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 52: FÓRMULA USADA PARA CÁLCULO DO BETA .....</b>	<b>115</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 53: VOLATILIDADE DAS AÇÕES CALCULADO PELO BETA .....</b>	<b>116</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 54: BETA DO SETOR ELÉTRICO E AÉREO NORTE-AMERICANO .....</b>	<b>117</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 55: PEDIDO DE FALÊNCIA DE ALGUMAS COMPANHIAS AÉREAS INTERNACIONAIS (2001-2010).....</b>	<b>118</b>
<b>ILUSTRAÇÃO 56: PESO DO FATOR “AMBIENTE REGULATÓRIO” NA DECISÃO DO INVESTIMENTO .....</b>	<b>120</b>

## 1. Introdução

A confiança na moeda e o respeito às instituições permitiram o real desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, principalmente na última década. Esta monografia defende a análise fundamentalista como sendo um método de investimento superior e mostra sua importância e vantagem aplicadas num estudo de evento: o desempenho do setor elétrico pré e pós o marco regulatório de 2004. Além disso, visa contribuir para que o mercado aumente o conhecimento das empresas e as empresas aumentem a sua transparência para com o mercado. A **análise fundamentalista** como ferramenta, a **governança corporativa** como filosofia e a melhoria da **educação financeira** formam a base desta monografia.

No capítulo 2, é feita uma breve apresentação do mercado acionário brasileiro. O que já percorremos? O que falta percorrer? E como fazer para chegar lá?

O ponto mais detalhado da monografia é a análise fundamentalista – capítulo 3. Além de exemplos práticos, o trabalho aborda toda a teoria deste tipo de investimento e defende que é o que mais gera segurança ao investidor.

No capítulo 4, é abordado o conceito da governança corporativa e sua importância tanto para a empresa como para o investidor.

Finalmente no capítulo 5, apresenta-se o caso do setor de energia que demonstra na prática os resultados dos conceitos anteriormente explicados. Nesta parte, uma análise estatística foi usada para comparar o desempenho das empresas de capital aberto antes e pós o marco regulatório de 2004.

## 2. Mercado acionário:

O mercado acionário é, na sua essência, um sistema que tem o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o processo de capitalização de forma justa dividindo riscos. À primeira vista, o mercado de ações pode se parecer com um ambiente onde a especulação, a euforia, o *boom*, as perdas e os possíveis ganhos alavancados possam se confundir com o objetivo principal. Embora seja uma dualidade, ela precisa ser aceita porque é o aspecto de jogo que dará liquidez necessária ao mercado. Quanto mais desenvolvida uma economia e mais desenvolvido é seu mercado acionário, maior o contingente de investidores que terão em mente a essência do mercado (idéia de financiar empresas em troca de ações) ao fazer suas aplicações, resultando num menor custo de capital para as empresas e menor risco de aplicação para estes investidores. Para que estes benefícios sejam alcançados o ambiente de negócios no país deva ter total liberdade, segurança jurídica e regras bem definidas.

A economia brasileira tem dado seus primeiros passos no sentido do amadurecimento de seu mercado de ações trazendo inúmeros benefícios ao país<sup>1</sup>. O primeiro benefício que este mercado gera para a economia é por ele financiar a produção, já que é através da venda de ações que as empresas obtêm recursos para expandir seu capital. Outra vantagem é de possibilitar que os recursos poupados se tornem investimentos, proporcionando crescimento econômico. Constitui também uma forma de crescimento das companhias, que podem aumentar sua participação no mercado através da distribuição de ações, além de possibilitar a elas aumentar seus ativos e valor de mercado. Outro benefício que passa despercebido é o de auxiliar a redistribuição de renda, pois à medida que os investidores vão obtendo ganhos decorrentes de valorizações das ações e distribuição de dividendos, pode ocorrer o compartilhamento com demais agentes.

Esse setor também tem a vantagem de possibilitar a inserção de pequenos investidores, pois para investir em ações não há necessidade de muito capital inicial como outros tipos de investimentos. Além disso, o mercado acionário é um bom indicador econômico, uma vez que é sensível à economia real. Por fim, um último

---

<sup>1</sup> Os benefícios mencionados em seguida foram aleatoriamente escolhidos e sem nenhum critério de mencionar alguns em específico e não outros. Fonte de informações: [www.bmfboespa.com.br](http://www.bmfboespa.com.br) em textos sobre o mercado de capitais na parte Publicações Educativas.

benefício é o aprimoramento dos princípios da “governança corporativa”, via melhorias na administração das empresas, pelo fato destas precisarem cumprir cada vez mais rígidas regras determinadas pelo governo através de seus órgãos reguladores e exigidas pelos próprios investidores contribuindo, assim, para maior transparência no mercado.

## **2.1. Evolução do mercado acionário brasileiro:**

No Brasil, apesar da cultura de um mercado acionário com visão de longo prazo ter demorado a se instalar, nota-se que a década de 2000 foi um marco de mudança e os primeiros resultados começaram a aparecer. O mercado acionário brasileiro não deixou de se desenvolver por falta de leis e instituições. Pelo contrário, não se desenvolveu devido ao fechamento da economia fazendo com que os investimentos e as necessidades de financiamento das empresas ficassem limitados. E quando houve uma necessidade maior de investimentos, as empresas tinham outras formas de financiamento mais baratas através de recursos governamentais subsidiados como BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social).

Com a década perdida de 1980, a fragilidade do mercado agravou-se na medida em que a redução nas taxas de investimento dificultou o incentivo à abertura de capitais e fortaleceu a dependência das empresas estatais. O cenário ficou propício ao surgimento de especuladores e à concentração em poucas empresas com grandes quantidades de ações.

Na década de 1990, o mercado passou por leve crescimento. Ocorreu uma intensificação da diversificação de investimentos por parte dos estrangeiros pela mudança no quadro macroeconômico do Brasil (Plano Real) e pela mudança regulatória com o processo de privatização fazendo com que o mercado acionário se tornasse mais atraente aos investidores. Contudo, houve apenas crescimento e não desenvolvimento, já que esse crescimento ocorreu apenas num número restrito de empresas que apresentavam boa liquidez. Além disso, o aumento dos custos de transação (CPMF - Contribuição "Provisória" por Movimentação Financeira criada em 1996 sendo prorrogada três vezes: 1999, 2002 e 2003, e finalmente extinta em 2007) e o surgimento e crescimento da facilidade de acesso às bolsas internacionais (ADR - *American Depositary Receipts* que representam ações de empresas não sediadas nos Estados Unidos) fizeram com que o mercado brasileiro perdesse um pouco de sua atratividade. Enquanto a economia brasileira era fechada, as grandes empresas financiavam-se no

BNDES dando pouca importância ao acionista minoritário e preferencialista (sem direito a voto). Agora, com a abertura da economia, além do BNDES, as empresas passaram a recorrer aos ADR's. A migração da liquidez para o mercado internacional foi, de imediato, mais um golpe num mercado já fragilizado. Não é excludente abrir capital no Brasil e no exterior simultaneamente. Os ADR's não têm que ser vistos como algo negativo. Há um grande efeito positivo pelo fato das empresas terem uma contabilidade mais transparente. Fora isso, muitas empresas devido às seus características peculiares e tamanhos jamais terão acesso ao mercado externo. Nota-se, abaixo, o aumento de companhias brasileiras com ADR's ao longo da década de 1990. Para esse período esse "mecanismo" acabou atrapalhando um desenvolvimento mais acelerado do mercado brasileiro.

**Ilustração 1: Evolução de ADR's**

Ano	Cias com ADRs	ADRs Volume / Bovespa Volume
1996	2	0.3%
1997	8	1.2%
1998	21	2.9%
1999	23	10.30
2000	28	33.2%

Fonte: Elaboração própria com dados extraídos de [www.bmfbovespa.com.br/estatisticas](http://www.bmfbovespa.com.br/estatisticas)

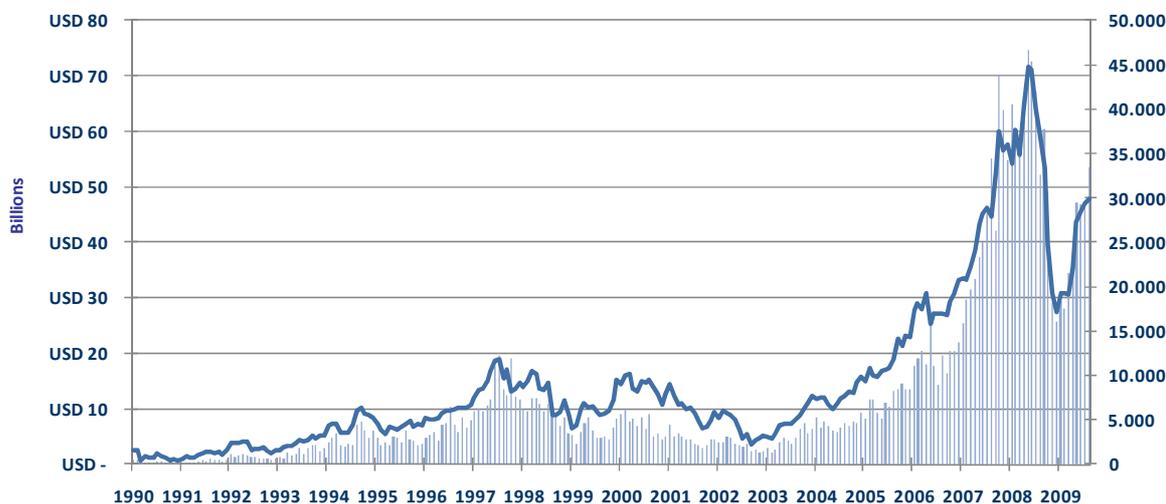
Na última década alguns processos incentivaram um maior desenvolvimento do mercado acionário: i) baixa inflação permitindo maior transparência nos balanços e facilitando as projeções dos analistas; ii) queda nas taxas de juros e a possibilidade do crescimento sustentado gerando a troca de posições de investimento em renda fixa para renda variável; iii) processo de globalização e abertura externa mudando a dinâmica do mercado na medida em que mais investidores apresentam interesse no Brasil.

O gráfico abaixo mostra a evolução do Índice Ibovespa em pontos, em que a partir de 2003 houve um salto de crescimento. A partir deste ano concretizou-se, de fato, o processo democrático no país com a transferência do poder de Fernando Henrique Cardoso (Partido da Social Democracia Brasileira - PSDB) para Luiz Inácio Lula da Silva (Partido dos Trabalhadores - PT) sem a ocorrência de crises institucionais. A democracia se enraizou de vez, o Banco Central manteve sua independência, o Plano Real confirmou sua solidez e tudo indicou que a economia brasileira poderia experimentar um período de maior crescimento com a inflação sob controle. Como

aconteceu: o PIB do país cresceu a uma média de 3,45% de 2003-2009 e a inflação média foi de 5,76% ao ano.

**Ilustração 2: Volume financeiro médio do Ibovespa e evolução em pontos**

**Volume médio do Índice Ibovespa e Evolução do Índice (1990-2009)**



**Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos da plataforma do Economática**

Complementando o gráfico anterior, observa-se na tabela abaixo o salto do número de negócios que ocorreu na Bovespa de 2005 para 2009 saindo de 62,2 mil negócios por dia para 332,3 mil. Em termos financeiros, o volume dos negócios aumentou de uma média diária de R\$ 1,6 bilhão para R\$ 5,2 bilhões.

**Ilustração 3: Média diária dos negócios da Bovespa**

**Total Geral Negociado - Médias Diárias**

Descrição	2005	2006	2007	2008	2009
Nº de Pregões	249	246	245	249	246
Nº de Negócios	62.247	87.488	152.872	245.071	332.349
Volume (R\$ Mil)	1.610.806	2.434.473	4.895.130	5.525.494	5.286.820
Volume (US\$ Mil)	666.616	1.120.409	2.554.796	3.119.318	2.735.178

**Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos do [www.bmfbovespa.com.br/estatistica](http://www.bmfbovespa.com.br/estatistica)**

## **2.2. Caminho ainda a ser percorrido:**

Entretanto, ainda existem restrições que atrasam um desenvolvimento mais acelerado. As principais barreiras são: i) estrutura tributária que não incentiva operações com renda variável além de gerar “medidas surpresas” como a CPMF já citada, que

espanta os investidores e gera um ambiente de desconfiança; ii) restrições que a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) tem para contratar pessoal qualificado para reforçar o controle do mercado; iii) estoque de ações preferenciais (PN's) que ainda deverão existir mesmo com as mudanças na Lei das S.A..

Esse atraso pode ser ilustrado pela tabela abaixo em que o número de companhias com ações negociadas em 2000 era de 459 e encerrou 2009 com 385. Através desses números conclui-se que a bolsa brasileira ainda não tem crescimento sustentável e promissor.

**Ilustração 4: Evolução do nº de companhias com ações negociadas na Bovespa**

Ano	Nº de Cias Com ações Negociadas	Adição líquida
1990	581	-
1991	570	-11
1992	565	-5
1993	550	-15
1994	544	-6
1995	543	-1
1996	550	7
1997	536	-14
1998	527	-9
1999	478	-49
2000	459	-19
2007	428	-31
2002	399	-29
2003	369	-30
2004	358	-11
2005	343	-15
2006	350	7
2007	404	54
2008	392	-12
2009	385	-7

Fonte: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

Ações efetivas da **Bovespa** servirão como sinalização positiva para o mercado acionário brasileiro além do fortalecimento do papel da Bovespa na América do Sul, tornando-se líder do mercado regional. As principais propostas de atuação são: i) desmistificar juntamente com outros órgãos a diferença que existe entre bolsa de valores e especulação; ii) atuar visando a redução de custos nas transações de compra e venda de ações contribuindo com uma maior liquidez e iii) gastar esforços para ampliar a base de oferta de papéis.

Cabe à **CVM** manter uma atuação muito ativa como reguladora do sistema e ir aperfeiçoando a Lei de Sociedades Anônimas visando sempre manter o princípio da equidade e acompanhar a evolução do mercado. Cabe também à CVM coibir e punir os

exageros. Considerando que um dos pilares da atividade reguladora é tornar efetivas as medidas impostas, é importante atribuir à CVM poder para agir diretamente em juízo punindo os que tentam extrair ganhos de forma não ética.

Outro agente fundamental é o **investidor** que deve ser ativo e incentivar instituições que zelam pelo bom funcionamento do mercado e que fomentam transparência e equidade. Os investidores podem multiplicar essa cultura de governança aliado ao discurso e ao investimento na prática alavancando recursos de longo prazo e gerando liquidez tanto para as empresas já abertas quanto para as novas entrantes no mercado.

O **BNDES** continuará sendo uma fonte de financiamento decisiva. Mas é importante que as contribuições do BNDES sejam decisivas obrigando as empresas a ter mínimas condições de governança como condição para a obtenção de novos créditos. Além disso, em qualquer empresa, como minoritários, eles poderão mudar a relação de forças destes acionistas, fortalecendo-os.

Por último, o **governo** também pode contribuir para um mercado acionário mais sólido adotando as seguintes medidas práticas: i) exigir a obrigatoriedade de publicação dos balanços financeiros para todo tipo de empresa, aberta ou fechada, para reduzir a assimetria de informação; ii) acabar com a obrigatoriedade da publicação dos balanços na imprensa oficial onerando as empresas com custos desnecessários e iii) não adotar medidas que possam alterar a regra no meio do “jogo” (caso da CPMF anos atrás e do IOF – Imposto sobre Operações Financeiras – mais recentemente) gerando incertezas aos investidores. Vale enfatizar um trecho que infelizmente acabou permanecendo na reforma da Lei das S.A., que é o artigo 289<sup>2</sup>: “As publicações ordenadas pela presente lei serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia.” Esse artigo permaneceu por total interesse público em não perder o “dízimo” das companhias abertas a cada vez que precisam reportar seus balanços no Diário Oficial. Já bastam todas as publicações em um ou mais jornal de grande porte e *internet*. Os agentes do mercado em quase sua totalidade não analisam esses balanços no Diário Oficial. Sempre que a equipe da CVM revisa as leis e tenta eliminar artigos como esse esbarram no caso,

---

<sup>2</sup> Coleção Saraiva de Legislação. Lei de Sociedades Anônimas. Editora Saraiva, 10ª edição, atualizada e aumentada, 2008.

por exemplo, no Governo de São Paulo, já que a maioria das companhias está com sua sede registrada em São Paulo, e, assim, o governo paulista impede a eliminação de tal artigo. Essa é uma das barreiras que ainda precisam ser eliminadas para impulsionar um melhor desenvolvimento do mercado acionário.

Posto os argumentos, fica claro com o gráfico abaixo que apesar do mercado acionário já ter passado certo crescimento, há ainda muito espaço para alcançar maior maturidade. Observa-se que o peso dos investimentos em ações em toda a indústria é de 12% em 2009 contra 9% em 1999. Ou seja, um tímido progresso.

**Ilustração 5: Divisão da indústria brasileira de fundos**

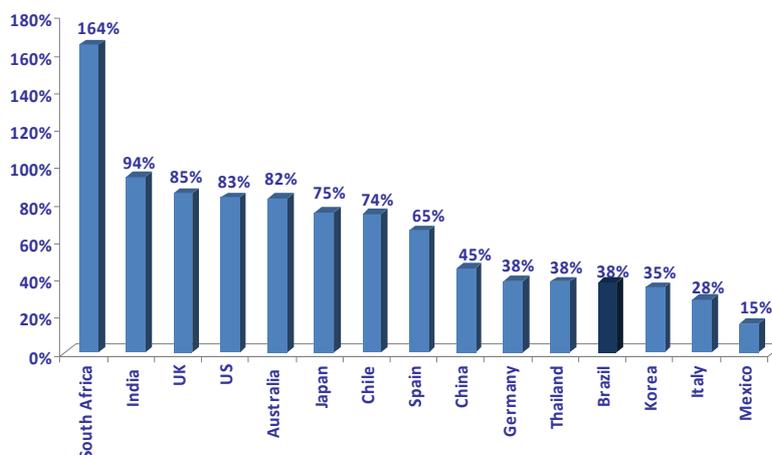
**Indústria Brasileira de Fundos Por Categoria**

<b>Categoria</b>	<b>1999</b>	<b>2009</b>
Renda Fixa	74%	47%
Multimercado	16%	24%
<b><u>Ações</u></b>	<b><u>9%</u></b>	<b><u>12%</u></b>
Outros	1%	0%
Previdência	0%	11%
Participações	0%	3%
Offshore	0%	3%

**Fonte: Anbid**

Segue, também, abaixo um gráfico que compara o patamar da penetração do valor de mercado da bolsa brasileiro em relação ao PIB com demais países. O Brasil apresenta a penetração de 38% em 2008 contra 85% do Reino Unido e 83% dos Estados Unidos (ambos os países com mercado de ações bem desenvolvido).

**Ilustração 6: Penetração do valor de mercado da bolsa em relação ao PIB**



**Fonte: Bovespa**

### **2.3. Atratividade do mercado acionário:**

O mercado acionário precisa ser visto como uma importante opção de investimento, pois funciona como um canal fundamental na captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas. Essa idéia remete ao esquema da circulação de capital, presente no processo de desenvolvimento econômico. À medida que cresce o nível de poupança, maior é a disponibilidade para investir. A poupança como um todo (individual e das empresas – lucros) formam a fonte principal do financiamento dos investimentos. Esses investimentos são o motor do crescimento econômico, e, este, por sua vez, cria um ciclo gerando aumento de renda, aumentando mais a poupança e o investimento agregado, e, assim, sucessivamente. É importante notar que os recursos que as empresas necessitam podem ser obtidos através de: empréstimos de terceiros, reinvestimentos dos próprios lucros e participação dos acionistas. O fato é que os dois primeiros são fontes de recursos limitados e por este motivo as empresas utilizam-nos para basicamente manter sua atividade operacional. Mas é pela participação de novos sócios (acionistas) que as empresas podem obter mais recursos dando como contrapartida uma participação em seu capital. Logo, o investidor em ações contribui para a produção de bens, desenvolvimento de pesquisas, melhora da produtividade e realização de investimentos. Como acionista, ele é sócio da empresa e se beneficia também da distribuição de dividendos quando a empresa obtiver lucros.

Só que como qualquer outra possibilidade de investimento, o mercado de ações só passará por um maior crescimento caso seja atrativo. Primeiramente, uma boa análise para observar o retorno do investimento em bolsa é checar o retorno que o Índice Ibovespa (IBOV) apresentou desde 1994.

O gráfico abaixo mostra a evolução dos pontos de fechamento do Índice ano após ano e a variação percentual de um ano contra o outro. Conclui-se que de 1994 até 2009 o ganho é de 1.475,32%. Isso representa um ganho médio anual nesses 15 anos de 29,86%. Ou seja, caso um indivíduo tenha investido na bolsa em 1994 a quantia de R\$ 100 mil teria ao término de 2009 o valor de R\$ 1.575.323,27 (em termos brutos). Pelas regras atuais, apurado o lucro, aplica-se a alíquota de 15% e, assim, o ganho líquido seria de R\$ 1.354.024,78.

**Ilustração 7: Índice Ibovespa em pontos e rentabilidade (%) de cada ano**

Ibovespa	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pontos	4.354	4.299	7.040	10.196	6.784	17.091	15.259	13.577	11.268	22.236	26.196	33.455	44.473	63.886	37.550	68.588
Rentab. ano	-	-1%	64%	45%	-33%	152%	-11%	-11%	-17%	97%	18%	28%	33%	44%	-41%	83%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos da plataforma do Economática

Além do Ibovespa, é válido observar o Índice de Governança Corporativa (IGC), já que a questão da Governança Corporativa tem que ser tratada de forma especial como será abordada posteriormente. O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA – como será visto adiante. Outra diferença em relação ao IBOV é que o IGC é um índice relativamente novo (criado em 2001) quando foi formado o Novo Mercado. De 2001 até 2009 a valorização é de 571,19% dando um ganho médio de 34,21%. Ou seja, quem aplicou R\$ 100 mil em contrato deste índice teria R\$ 671.188,12 e R\$ 585.509,90 em termos líquidos. Esse desempenho se prova ainda melhor comparado ao resultado do Ibovespa neste mesmo período que foi de 405,18%. Isso prova ainda mais que o zelo por companhias que têm boas práticas de governança traz melhores resultados tanto para os investidores quanto para as empresas.

**Ilustração 8: Índice IGC em pontos e rentabilidade (%) de cada ano**

IGC	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pontos	1.010	1.026	1.845	2.545	3.658	5.169	6.800	3.697	6.779
Rentab. ano	-	2%	80%	38%	44%	41%	32%	-46%	83%

Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos da plataforma do Economática

Só que será que o ganho da renda variável supera o da renda fixa? Coletando dados do CDI de 1994 até 2009 pode-se mostrar a evolução da taxa de juros no Brasil (vide gráfico abaixo). O que primeiro chama atenção é que enquanto a bolsa pode apresentar resultados negativos justamente por ser renda variável, o investidor da renda fixa não corre o risco de apresentar resultados negativos em nenhum momento. Porém, o histórico mostra que a rentabilidade também ficou bem abaixo do Ibovespa ou do IGC.

Para o investidor da renda fixa, a tributação funciona um pouco diferente. Essas aplicações são sujeitas a um sistema de alíquotas de acordo com o prazo de aplicação<sup>3</sup>. Mas para simplificar a conta, usou-se 20% como conselho que a própria Receita Federal recomenda: “caso o investidor não queira decorar essas contas complicadas, pode continuar calculando com 20% que irá ter um resultado bastante próximo.” Dessa forma, o investidor da renda fixa que aplicou em 1994 a quantia de R\$ 100 mil teria terminado o ano de 2009 com capital líquido de R\$ 1.447.898,95, ou seja, um ganho de 1.347,89% contra 1.254,02% da renda variável (IBOV). Logo, no prazo 1994-2009 a renda fixa teria sido uma melhor alternativa de investimento. Entretanto, é fundamental notar que entre 1994 e 1998 o Brasil apresentou uma taxa média de juros de 35,82% considerada extremamente elevada.

**Ilustração 9: Evolução da taxa CDI (%) de 1994-2009**



**Fonte: Elaboração própria, com base em dados extraídos da plataforma do Economática**

Mas, observando apenas o período de 2003 para cá, a taxa média de juros cai significativamente para 14,08%. Neste período, o ganho no Ibovespa teria sido de 162,19% já líquido, enquanto o ganho líquido na renda fixa teria sido de 145,28%. E isso porque o mercado acionário passou pela forte crise de 2007-2008. Além disso, por mais que seja muito difícil fazer previsões macroeconômicas precisas, olhando para a situação da economia brasileira, pode-se dizer que o mercado viverá um momento próspero e sólido, pois pela primeira vez a economia apresenta tendência de taxa de

<sup>3</sup> A regra é: 22,5% quando o prazo de investimento for inferior a seis meses; 20% quando o prazo de investimento superar seis meses, mas for inferior a 12 meses; 17,5% quando o prazo de investimento superar doze meses, mas for inferior a 24 meses; 15% quando o prazo de investimento superar 24 meses.

juros decrescentes. Obviamente, quanto menor a taxa de juros, maior é o incentivo aos agentes de investirem na bolsa de valores.

Portanto, as principais bases do mercado acionário brasileiro estão montadas, o começo de uma maior cultura de investimento em renda variável já está em andamento e a atratividade histórica deste investimento com uma leve perspectiva mostra que a Bovespa tende a atingir patamares mais elevados. Cabe aos aplicadores escolherem que tipo de filosofia de investimento vão adotar ao se depararem com o universo financeiro.

### **3. Análise fundamentalista e seus principais conceitos**

O Brasil está passando por uma verdadeira transformação no seu mercado acionário. Só nos últimos tempos que os empresários brasileiros têm tido acesso ao capital de risco para investir a um custo razoável. Isso só está acontecendo pela combinação de melhores práticas de gestão por parte das empresas, que reduz o risco de investir em ações, e pelas menores taxas de juros, que estimulam a demanda por investimentos mais rentáveis. Como o investidor se depara com um amplo universo de ações podendo escolher inúmeras alternativas de investimento, defende-se que a análise fundamentalista é o instrumento mais confiável para apoiar as decisões de investimento.

Atualmente, a governança corporativa e a análise fundamentalista são temas que estão na moda, mas, apesar disso, são instrumentos que quando aliados à disciplina de sua aplicação são fundamentais para diminuir o risco do investimento. O objetivo é transmitir uma visão particular desses instrumentos com a intenção de sedimentá-los na mente dos investidores recorrendo aos casos práticos do meio empresarial brasileiro.

#### **3.1. Os primeiros passos da análise fundamentalista:**

A filosofia de investimento orientada a valor é um tipo de análise que vem das idéias sobre investimento e especulação, nas quais Benjamin Graham e David Dodd foram os precursores. Eles passaram a ensinar as principais teorias de investimento na *Columbia Business School* em 1928 e juntaram suas idéias no livro *Security Analysis* de 1934. A idéia central é realizar a aquisição de ações que estejam subavaliadas sob a ótica da análise fundamentalista. Warren Buffett, o seguidor mais disciplinado desta filosofia, argumenta que a essência é comprar ações abaixo de seu valor intrínseco. É exatamente o desconto do preço de mercado em relação ao seu valor intrínseco que Graham denominou de “margem de segurança”. Basicamente, o valor intrínseco é o valor presente das projeções futuras. Dois investidores podem analisar as mesmas informações e chegar a diferentes conclusões acerca do valor da companhia. Afinal de contas, não há uma forma padronizada de se avaliar um negócio. O investidor deve fazer uma boa leitura da companhia, do setor em que ela está inserida, além de projetar um cenário para o médio-longo prazo. Cabe a cada investidor utilizar as variáveis com as quais se sentir mais confortável e que não fujam de uma realidade factível.

Após anos testando muitos conceitos na prática, Benjamin Graham, de fato, escreveu um manual para o investidor num livro chamado *The Intelligent Investor*<sup>4</sup>. Com base nesses ensinamentos, vários seguidores desenvolveram belas carreiras como investidores. Muito embora haja uma boa difusão no mundo, as lições de Graham acabam sendo aplicadas por relativamente poucos, pois requer muita disciplina e paciência - características não muito encontradas no mercado financeiro. Mesmo assim, elas mantêm grande validade graças ao bom resultado que geram permitindo ao investidor se aproveitar das flutuações de mercado – muitas vezes não racionais – a seu favor por saber o real valor das companhias.

Graham é o primeiro analista financeiro de empresas e criador dessa filosofia de investimento orientada a valor, que visa mitigar o risco dos investidores de cometerem erros cruciais, além de ensinar o que é investimento, de fato, na bolsa de valores desenvolvendo estratégias de longo prazo. Após a terrível experiência de 1929-1933 (1921-1929 o Dow Jones valorizou-se em 468%, mas nos anos seguintes perdeu muito – tendo queda recorde de 52,67% em 1931), Graham desenvolveu importantes técnicas que devem ser utilizadas por quem quer aplicar suas economias em renda variável. Ele baseou as análises das empresas por múltiplos, razão preço x lucro (P/E), razão dívida líquida versus ativos, crescimento dos lucros, valor contábil da empresa, histórico de dividendos e outros. Sua abordagem priorizou os números objetivos e implicou numa menor importância às questões subjetivas como a administração e qualidade da governança da companhia. Apenas as informações disponíveis publicamente eram necessárias para seus estudos. Graham pregou a importância de se entender uma companhia pelo seu próprio valor intrínseco. Os investidores que melhor calcularem esse valor e comprar as ações quando estiverem com um preço abaixo deste valor intrínseco, teriam lucros garantidos.

Realmente, essa recomendação de investimento é muito válida. No entanto, como será visto, uma profunda análise subjetiva da qualidade do negócio e da companhia é vital para se fazer um bom investimento. Além disso, apesar da análise via múltiplos ser uma boa ferramenta, esse conceito tem evoluído significativamente. Valor contábil é útil em indústrias onde a maioria dos ativos é tangível. Ativos intangíveis, como marcas e patentes, e, mais recentemente, *softwares* são difíceis de quantificar. Um

---

<sup>4</sup> HAGSTROM, Benjamin. O investidor inteligente. Editoria Nova Fronteira, 2007. Tradução de: *The Intelligent Investor* (4.ed. rev.);

bom exemplo de onde o valor contábil dos ativos tangíveis é pouco significativo é o de serviços. Logo, o modelo mais moderno de cálculo do valor intrínseco passou a ser o **fluxo de caixa descontado**. O valor de um ativo será a soma de seus fluxos de caixa futuros, trazidos ao valor presente.

### **3.2. A essência da análise fundamentalista:**

Na sua essência, a análise fundamentalista como bem definiu Mauro Halpern, escritor de finanças, é<sup>5</sup>: “baseada na avaliação do Balanço Patrimonial da empresa que pode ser do período trimestral, semestral ou anual.” Dentre inúmeras definições, uma resumida e explicada em linguagem popular é da Wikipédia<sup>6</sup>: “Análise fundamentalista (ou análise fundamental) é a análise da situação financeira, econômica e mercadológica de uma empresa e suas expectativas e projeções para o futuro. Em contraposição à análise técnica, a análise fundamentalista não se baseia no estudo das cotações da bolsa. A análise fundamentalista interpreta dados fundamentais de uma empresa obtidos do balanço (análise contábil) e informações sobre a situação do mercado, o patrimônio da empresa etc.”

O fundamento desta filosofia é baseado na idéia de que existe uma relação racional entre o valor intrínseco de uma ação e seu preço de mercado. Esse valor é representado por vários fatores: situação financeira da companhia, avaliação do seu patrimônio, ativos, seus principais números, poder de mercado que a companhia possui no setor e crescimento em relação às outras (grau de concorrência), avanço tecnológico (que pode influenciar a dinâmica de seus negócios), distribuição de dividendos, regulação legal e estatal, além do valor presente de seus lucros futuros. Enfim, a essência dessa análise reside no profundo conhecimento da companhia e na projeção dos seus resultados aplicada num cenário factível de médio-longo prazo.

Os resultados obtidos através desta filosofia proporcionam ao investidor segurança em saber qual companhia se tornar sócio. Lembrando que o investidor inteligente não está comprando meramente ações, mas, sim, parte de um negócio. A análise fundamentalista sugere que o investidor deva gastar tempo no estudo de todas as informações relevantes da companhia, além de uma análise setorial. O contato com a área de relações com investidores, a leitura de jornais especializados no mercado

---

<sup>5</sup> HALPERN, Mauro. Gestão de Investimentos. 1 ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2003.

<sup>6</sup> Ver em [http://pt.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lise\\_fundamentalista](http://pt.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lise_fundamentalista)

corporativo, publicações oficiais da companhia, toda documentação entregue na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estudos setoriais, estatísticas e parâmetros macroeconômicos são importantíssimos na aplicação de tal filosofia. O grande diferencial é o processamento dessas informações.

O grande valor da análise fundamentalista é a busca dos melhores retornos de longo prazo incorrendo-se nos menores riscos. O aspecto qualitativo (avaliação da gestão da empresa) é primordial para alcançar tal resultado. A enorme importância à qualidade num ambiente que praticamente só se importa por resultados numéricos pode parecer estranha. Mas é esse diferencial aliado as prioridades de ter objetivos claros e seguir com rigor e disciplina na aplicação da filosofia de investimento, que qualificam o bom investidor.

Como já é sabido, quanto maior o risco, maior tende a ser o retorno esperado. Porém, a filosofia de investimento orientada a valor tem no seu DNA a preservação de capital através de retornos considerados adequados. Logo, o resultado dessa análise costuma ser um prêmio em que não implique um risco mais elevado do que o já existente “custo de oportunidade”. Dessa maneira, a rentabilidade média, no longo prazo, tende a ser superior e mais constante às demais alternativas.

Quanto à disciplina, basta mencionar que a maioria das metas só são alcançadas quando trabalhadas com muita persistência. Partindo do princípio que uma pessoa só irá emagrecer se seguir uma disciplina alimentar, que o aluno terá maiores chances de passar na prova se tiver disciplina no estudo e que o nível educacional de um país só irá melhorar quando houver uma disciplina fiscal, isso também é verdade no mercado financeiro. A análise fundamentalista se utiliza da mesma disciplina. O investidor coerente não pode se deixar levar pelos incentivos de curto prazo e nem querer alcançar metas apenas quantitativas, pois acabará mudando a prioridade de seus objetivos pré-estabelecidos. O resultado tende a ser sucessivas perdas irrecuperáveis. Não é a toa que um dos investidores mais bem sucedidos é o que nunca mudou sua filosofia de investimento (Warren Buffett). Uma forma eficiente de manter a disciplina é implementar processos formais ao longo da análise, uma coerência na tomada de decisões, assim como a coerência no discurso comercial.

### **3.3. Análise gráfica:**

Por mais que se acredite que o tipo de investimento através da análise fundamentalista seja a forma mais segura de se investir em renda variável, é preciso reconhecer que existem outras opções de análise. Uma delas, a mais conhecida no mercado financeiro, é a análise técnica. Essa análise se baseia em comportamentos gráficos e estatísticos do passado para projetar o futuro omitindo do investidor todo o histórico de negócio da empresa.

Enquanto a análise fundamentalista está calcada no estudo sobre os fundamentos da empresa, do setor e da economia, a análise técnica como definida por Valdir Lameira, professor universitário e analista da CVM<sup>7</sup>: “está fundamentada nos preços das ações das empresas negociadas nas bolsas de valores, nem sempre esses preços estão relacionados aos fundamentos da empresa, mas para a análise técnica, essas informações não são relevantes, pois de acordo com os gráficos é possível “prever o futuro” analisando os padrões do passado.” Ou seja, é uma abordagem que utiliza gráficos como ferramenta principal para determinar o melhor momento para comprar e vender as ações. Esta análise tenta entender os movimentos diários do mercado.

A origem da análise técnica vem de Charles Henry Dow, sócio e editor do *The Wall Street Journal*, que desenvolveu a Teoria Dow. Mesmo não tendo escrito nenhum livro teórico, Charles expôs sua visão sobre o comportamento dos movimentos dos preços. Sem entrar em muitos detalhes, a análise gráfica parte do pressuposto do efeito manada, quando o movimento de uns poucos é seguido por uma maioria, ou seja, esta análise terá condição de influenciar o comportamento do mercado. Portanto, a Teoria Dow visa mostrar a vantagem dos *insiders*, aqueles que possuem informações privilegiadas. Com base nessa teoria, os preços se modificam conforme diferentes graus de conhecimento da informação que esses “investidores” possuem. Escreve-se a palavra investidores entre aspas, pois como disse Graham<sup>8</sup>: “devemos advertir nossos leitores para não aceitarem o jargão comum no qual o termo “investidor” é atribuído a qualquer um e a todos no mercado de ações.” Para completar: “uma operação de investimento é aquela que, após análise profunda, promete a segurança do principal e um retorno adequado. As operações que não atendem a essas condições são especulativas.”

---

<sup>7</sup> LAMEIRA, Valdir. Negócios em Bolsas de Valores. Editora Alaude.

<sup>8</sup> Vide o livro O Investidor Inteligente.

As principais características da análise técnica são: analisar os dados gerados pelas transações como preço e volume, utilizar os gráficos na busca de padrões uniformes, analisar as tendências buscando determinar patamares de preços e difundir a informação objetivando influenciar o mercado.

O grande problema é que esse tipo de análise não se baseia em nada da economia real como a situação macroeconômica, setorial, da companhia, e muito menos com o ambiente regulatório e a governança corporativa. O analista ao fazer todo o estudo gráfico estará focando apenas em números, estatística e num mix de curvas e linhas tentando apontar alguma tendência e se beneficiar disso. Enfim, se torna um analista especializado na precificação diária do mercado e sua volatilidade, mas sem conteúdo nenhum dos acontecimentos reais do mundo de negócios. Com certeza, o investimento baseado nos fundamentos da companhia entendendo sua dinâmica de negócios é mais seguro e proporciona uma racionalidade ao investidor.

Seguem alguns exemplos práticos da análise gráfica ressaltando suas principais falhas:

- Performance da ação da Odontoprev (ODPV3):

No caso da OdontoPrev, operadora de planos odontológicos, nota-se no gráfico abaixo que os preços diários da companhia apresentavam certa correlação com o Índice Ibovespa com exceção de alguns momentos. Observando especificamente o mês de setembro e outubro de 2009, a ação vinha apresentando um desempenho bem aliado ao índice com uma tendência de alta. O que se quer mostrar é que independente de qualquer movimento, não se previa a enorme esticada na ação a partir de meados de outubro, quando a companhia divulgou em fato relevante<sup>9</sup> a associação com o Bradesco Dental tornando-se, assim, a líder com 34% do mercado odontológico.

---

<sup>9</sup> Ver em <http://www.odontoprev.com.br/ri/arquivos/fatorelevantebradescodental.pdf>

**Ilustração 10: Gráfico da ação da OdontoPrev (ODPV3) em relação ao Ibovespa**



**Fonte: Economática**

É claro que a análise fundamentalista também não previa essa possível associação gerando um impacto positivo no valor intrínseco da companhia. Afinal de contas, prever esses eventos nunca foi o papel da análise fundamentalista. Ela se preocupa em analisar as perspectivas futuras da empresa, seus números contábeis, múltiplos, etc, em busca do valor intrínseco e caso ocorra uma aquisição ou associação do gênero é considerado um evento positivo a mais no decorrer do investimento.

- Performance da ação da Agrenco (AGEN11):

No caso da Agrenco, atuante nos setores de agronegócio e biocombustível, observa-se a questão da governança corporativa, cuja influência no preço a análise técnica também não leva em consideração. A primeira parte do gráfico apesar de não ter relevância para o exemplo, já demonstra uma alta volatilidade da ação.

**Ilustração 11: Gráfico básico da cotação da Agrenco (AGEN11)**



Fonte: Economática

Entretanto, a análise gráfica não previa em momento algum que uma questão grave de governança corporativa estava para ocorrer em 23 de junho de 2008 (na 2ª parte do gráfico), como notificou o jornal Valor Econômico<sup>10</sup>: “Na sexta-feira, a Polícia Federal prendeu executivos da companhia, entre eles os sócios fundadores Antônio Augusto Pires Júnior e Antônio Iafelice, sob a acusação de terem maquiado balanços financeiros da companhia, a fim de esconder desvios de recursos em benefício próprio. A operação da PF, denominada "Influenza", deteve mais de 20 pessoas. Entre as acusações sobre os envolvidos no esquema investigado estão sonegação fiscal, remessa ilegal de dinheiro ao exterior, lavagem de dinheiro, formação de quadrilha, falsidade ideológica e corrupção ativa e passiva.”

<sup>10</sup> Valenti, Graziella e Ragazzi, Ana em “Escândalo na agrenco testará mercado”, caderno Eu&Investimento, Jornal Valor Econômico, 23/06/2008.

Enfim, a análise fundamentalista também não conseguiria prever e muito menos ter alguma informação privilegiada (até porque repudia isso) de que os executivos da companhia seriam presos. Porém, caso um bom estudo sobre a empresa tivesse sido feito juntamente com uma análise da governança corporativa da Agrenco, o investidor jamais teria comprado esse caso. Primeiro pela ação da companhia ser um BDR, que pela definição da BM&Fbovespa<sup>11</sup> é: “Os BDRs são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil.” O investidor que zela por uma boa governança e transparência não investirá em BDR’s, pois essas companhias acabam seguindo regras dos países onde foram registradas e não necessariamente as regras práticas brasileiras. Segundo pelo grande número de reclamações por parte dos investidores (segue no quadro abaixo) que foi acima do normal para uma companhia que fez IPO recentemente.

#### Ilustração 12: Quadro de Processos da Agrenco exposto pela CVM

A consulta retornou mais de um processo. Escolha o processo desejado clicando no respectivo número:			
Número	Interessado	Requerente	Assunto
RJ -2009 - 9624	AGRENCO LIMITED	JOSE MARQUES RIGON	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2007 - 7130	AGRENCO NETHERLANDS N. V.		CONSULTA DE PARTICIPANTES DO MERCADO
RJ -2007 - 11112	AGRENCO LIMITED	AGRENCO LTD	REGISTRO INICIAL DE CIA. ABERTA
RJ -2007 - 11115	BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSSE (BRASIL) S/A	AGRENCO LIMITED	APROVAÇÃO DE PROGRAMA DE DR - DEPOSITARY RECEIPTS
RJ -2007 - 11116	BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSSE (BRASIL) S/A	AGRENCO LIMITED	REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS
RJ -2007 - 13699	AGRENCO LIMITED	ANTHONY MARCO OLIVEIRA PEREIRA	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2007 - 14250	AGRENCO LIMITED	NATALIA AMABILE FELONTA	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 5926	AGRENCO LIMITED	GERÊNCIA DE ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES 1	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 5927	AGRENCO LIMITED	GERÊNCIA DE ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES 1	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 5936	AGRENCO LIMITED	GERÊNCIA DE ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES 1	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 6114	AGRENCO LIMITED	SEP	IRREGULARIDADE DETECTADA
RJ -2008 - 6349	AGRENCO LIMITED	LUIS AUGUSTO PEREIRA LEITE	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 6351	AGRENCO LIMITED	WAGNER GOBETTI	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 6355	AGRENCO LIMITED	OTAVIO FARAH	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL
RJ -2008 - 7870	AGRENCO LIMITED	HÉLIO ROBERTO ZANONA	RECLAMAÇÃO DE INVESTIDOR/PÚBLICO EM GERAL

Fonte: site da CVM na sessão Consulta a Processos

- Pontuação do Índice Ibovespa (IBOV):

No caso do gráfico relativo ao Índice Ibovespa o objetivo é transmitir que a análise técnica não consegue prever crises profundas como o mundo passou ao longo de 2008. Nenhum grafista previu ou imaginou que 20 de maio de 2008 seria o recorde

<sup>11</sup> Ver em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/outros-titulos>

histórico de maior pontuação do índice e nem que 27 de outubro do mesmo ano a bolsa chegaria em seu nível mais crítico.

O fato é que, na maioria das vezes, os investidores estão de olho no *timing* do mercado e não no seu horizonte de longo prazo. Em outras palavras, querem comprar na mínima e vender na máxima, como se tivessem bola de cristal e a frieza de entrar e sair nestes momentos mais apropriados. Estar com esse *timing* bem calibrado apoiando as decisões de investimento é algo difícil. Logo, buscar os movimentos mais longos com base na análise fundamentalista é mais importante do que passar pelo estresse diário, o sobe e desce das ações, principalmente para o investidor que busca focar o mercado como investidor de longo prazo.

**Ilustração 13: Evolução do Índice Ibovespa em pontos**



**Fonte: Economática**

A crise derrubou todo o mercado, mas o investidor disciplinado e com foco fundamentalista pode aproveitar uma excelente oportunidade de mercado (é o único lugar que entra em liquidação e as pessoas ficam com medo de comprar). Além disso, não é devido a uma crise econômica global que boas companhias irão perder seus fundamentos.

Mesmo assim, ainda prevalece a idéia de que a bolsa de valores não passa de um cassino exótico, no qual para se ganhar dinheiro é preciso estar sempre alerta por dentro dos boatos quentes sobre que companhias ganhariam dinheiro e quais perderiam. Essa é uma característica que vem de décadas e se intensificou quando o volume do mercado cresceu muito gerando uma demanda excessiva por ações. E as empresas com praticamente o sucesso garantido no lançamento de suas ações, apressam-se a captar recursos dos novos demandantes no mercado. Fato evidenciado em momentos mais especulativos e de maior euforia como em 2007, quando ocorreram 64 lançamentos de ações a múltiplos razoavelmente elevados. Isso gera uma situação muito peculiar: ao invés de termos investidores pelo conceito de Graham, temos meros compradores. Dessa maneira, pessoas entram no mercado de ações influenciadas pelo clima de cassino e não a partir do estudo da qualidade das companhias.

Recentemente, o caso da Telebrás, empresa remanescente da antiga estatal de telecomunicações, exemplifica bem o clima de boataria citado acima. Segundo a consultoria Econômica, a Telebrás acumulava uma alta de mais de 600% nos seis meses encerrados em 22 de fevereiro. Por quê? Infelizmente por nenhum motivo operacional, mas, sim, por rumores de reativação da empresa para prestação dos serviços de universalização da banda larga com recentes declarações do Presidente da República. O ponto é que a própria companhia divulgou um fato relevante arquivado na CVM informando que nenhuma decisão já havia sido tomada.

Por fim, vale mencionar dois trechos de Jason Zweig, colunista financeiro prestigiado, que fez os comentários aos capítulos do livro *The Intelligent Investor*<sup>12</sup>. Segue a primeira parte: “Como um jogo de cassino ou uma aposta no hipódromo, a especulação no mercado pode ser emocionante ou mesmo recompensadora (se você tiver sorte). Porém, essa é a pior maneira possível de construir sua riqueza.” E: “As pessoas que *investem* ganham dinheiro para si mesmas, as que especulam ganham dinheiro, para seus corretores. E isso, por sua vez, é a razão pela qual Wall Street perenemente deixa de enfatizar as virtudes do investimento e promove o apelo superficial da especulação.” Portanto, só resta concluir que se for para especular é melhor jogar na roleta do cassino do navio em que a chance de ganhar é 1/36, enquanto o universo do mercado acionário brasileiro apresenta mais de 500 companhias listadas e

---

<sup>12</sup> HAGSTROM, Benjamin. O investidor inteligente. Editoria Nova Fronteira, 2007. Tradução de: The Intelligent Investor (4.ed. rev.).

com um número infinito de variáveis influenciando seu comportamento. E mais: no cassino ainda é capaz de conseguir um *uísque* de graça.

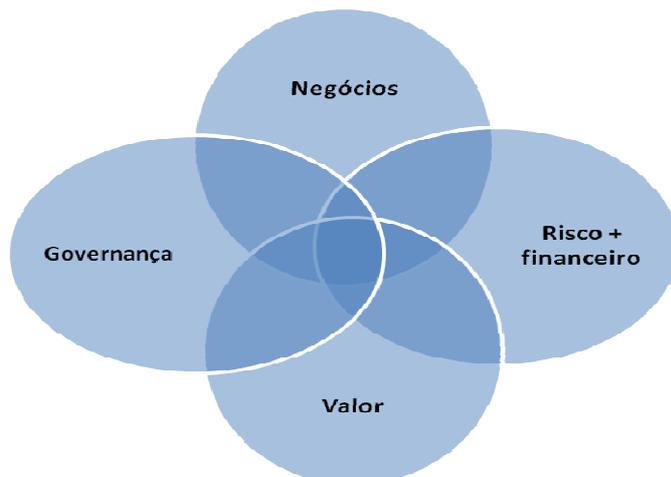
### **3.4. Conceitos teóricos e a prática: o passo-a-passo da análise:**

Para ter sucesso nos investimentos não adianta só entender o conceito teórico dessa filosofia de investimento. É preciso incorporar seus princípios para saber como aplicá-los no dia-a-dia ajudando na tomada de decisões. O essencial é fazer o dever de casa, estudar e saber muito sobre as empresas nas quais deseja investir. Caso isso aconteça, o investidor não dará atenção aos boatos diários do mercado, pois estará seguro e convicto em seus investimentos. Além disso, para o investidor que acredita que a companhia possui bons aspectos financeiros e operacionais e pretende ser acionista por alguns anos, as oscilações diárias do mercado não impactarão significativamente no retorno de longo prazo. A única importância e relevância do mercado para essa pessoa é checar o quanto alguém é incapaz o bastante para vender a um preço barato um grande negócio.

O estudo e a análise minuciosa da companhia, do setor e das variáveis circunstanciais seguem os seguintes passos: i) montagem de um questionário, conhecido no mercado como *Due Dilligence Questionaire*, a ser preenchido conforme forem feitos os primeiros contatos com o RI da companhia juntamente com o estudo de relatórios e outros documentos publicados oficialmente pela companhia; ii) preparo do banco de dados de números financeiros e operacionais históricos da empresa – quanto maior for o período, melhor é feita a leitura de sua evolução – de preferência numa planilha de Excel para facilitar as consultas; iii) visita ao escritório e operações físicas da empresa para visualizar seu modelo de negócios ajudando e muito no entendimento; iv) conversa com conselheiros independentes da companhia ou especialistas do setor para que se tenha um panorama e uma perspectiva do mercado; v) entender a dinâmica de negócios e suas variáveis para projetar um cenário factível para os próximos anos e vi) calcular com essas premissas o valor intrínseco através de um *valuation* (fluxo de caixa descontado).

Por enquanto, algumas etapas podem não estar diretamente explícitas, mas logo ficarão com os princípios separados em subtópicos adiante. Para se familiarizar com alguns termos, o investidor deve ter em mente os devidos quesitos com a seguinte figura:

**Ilustração 14: Temas essenciais na análise**



**Fonte: Jardim Botânico Investimentos**

Quanto ao conjunto chamado “negócios” recomenda-se analisar:

- Empresas com capacidade de consolidação se beneficiando do ganho de poder do mercado;
- Setores e, conseqüentemente, companhias que podem se beneficiar de tendências macroeconômicas no médio-longo prazo;
- Mercados pouco desenvolvidos podendo ter alta taxa de crescimento e boa lucratividade;

Quanto ao conjunto chamado “risco e financeiro” recomenda-se estar ligado aos seguintes pontos:

- Ter o máximo de conhecimento possível das empresas para diminuir alguma variável de risco;
- Checar rigorosamente o nível de alavancagem da companhia (dívida x caixa);
- Necessidade de investimento para financiar sua expansão nos próximos anos;
- Checar se seus negócios são dependentes de poucos fornecedores ou consumidores;
- Estar ciente das possíveis influências políticas ou regulatórias;
- Averiguar como funciona o controle interno da companhia, além de seu grupo executivo e conselho de administração;
- Forma e foco que a companhia apresenta e transmite ao mercado para atingir suas metas;

Quanto ao conjunto chamado “valor” recomenda-se:

- Avaliar o fluxo de caixa descontado e a margem de segurança;
- Reavaliar a relação preço x valor intrínseco periodicamente;

Por fim, quanto ao conjunto chamado governança recomenda-se estar atento a:

- Partes relacionadas – alguma transação financeira misteriosa envolvendo as subsidiárias com a controladora ou dos administradores com a pessoa jurídica;
- *Tag-along* – garantia ao acionista minoritário de valor igual ao pago ao controlador em caso de venda da companhia;
- *Stock-option* (opção da cúpula administrativa ou funcionários de receberem ações da empresa em que trabalham) e remuneração total dos administradores;
- Processos existentes na CVM;
- Nível de transparência e listagem na Bolsa de Valores;
- Política de recompra de ações e distribuição de dividendos;

Sintetizando e visualizando as idéias centrais da análise fundamentalista acima, o investidor conseguirá entender os princípios fundamentais dessa filosofia de investimento: princípio de negócio, financeiro, de valor e de gestão.

### **3.4.1. Princípios de Negócio:**

Ao escolher uma companhia para ser estudada, o investidor precisa incorporar o analista que tem dentro de si e, em primeiro lugar, entender qual é o tipo de negócio da companhia e qual é seu mercado de atuação. Busca-se uma melhor combinação entre negócios que são compreensíveis e que o investidor goste com administradores que são confiáveis e apresentam um alinhamento de interesses junto aos outros sócios (principalmente minoritários) e, que, além disso, estejam a preços atrativos no mercado. A melhor ferramenta de avaliação de risco é o profundo conhecimento das companhias.

Para alcançar esse objetivo, nada melhor do que preparar e preencher um questionário com as principais perguntas que qualquer curioso faria ao estar conhecendo uma empresa. Esse questionário propiciará uma análise e avaliação detalhada de informações e documentos pertinentes podendo já assumir um enfoque mais contábil e

numérico. O importante é obter uma radiografia da companhia de forma a começar a entender seu modelo de negócios, principais vantagens competitivas e potenciais riscos envolvidos.

O primeiro passo é formular esse questionário, pois não existe um modelo único e padrão. O analista deve montar aquele que melhor lhe agrada satisfazendo-o num entendimento geral sobre a companhia. Tópicos que devem estar presentes:

- **Perfil do Setor:** descrição do mercado visando entender em qual setor a companhia atua, a regulamentação, riscos regulatórios envolvidos e uma análise do perfil do mercado para entender se é pulverizado ou concentrado em busca de quantificar o poder de mercado da companhia;
- **Perfil da Empresa:** relato do histórico para buscar a origem do negócio (como foi criado, por quem, quando e como chegou até hoje), entender qual é o seu objeto social, ou seja, verificar o que a própria companhia coloca no seu Estatuto Social que compõem seu objetivo de negócio e classificá-la como uma companhia que faz o que ninguém faz, uma que faz melhor do que todo mundo faz ou uma que faz mais barato do que todo mundo;
- **Perfil Operacional:** descrição das unidades de produção (quantas são, suas localizações, relação da capacidade instalada com a utilizada e as metas de expansão para o médio prazo), descrição da receita por segmento (quanto é o peso de cada segmento de negócios da companhia na sua receita total, relação do peso do mercado interno com o mercado externo e entender como é a dinâmica das operações internacionais), se há alguma sazonalidade (ou seja, fato de algum trimestre vir mais fraco ou mais forte do que outros), as principais matérias-primas e os mais relevantes fornecedores envolvidos no negócio e se há algum com peso desproporcional podendo apresentar algum risco, como são formados os preços e como a companhia pratica o repasse de aumento de custos, e, por fim, quem são os clientes e se algum tem peso significativo no seu faturamento;
- **Perfil de Governança:** informações sobre a composição acionária, conselho de administração e fiscal, diretoria, valor total da remuneração anual da administração, nível de governança, distribuição de dividendos, *tag along*, *poison-pill* e partes relacionadas. Muitas vezes, essa parte do questionário pode ser preenchida posteriormente, pois por enquanto, o analista está olhando pro seu modelo de negócios em si. Sendo assim, muitos desses pontos serão

explicados no próximo capítulo que trata exclusivamente sobre a governança corporativa.

Em seguida, o investidor estará com uma lista que enumera as informações e documentos necessários para resposta do questionário. As informações serão basicamente coletadas no próprio site de relações com investidores das companhias, site da CVM e da BM&FBovespa e Prospectos elaborados pelas empresas ao lançarem suas ações no mercado ou alguma outra eventual oferta de ações. Alguns documentos essenciais são o DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e o Formulário de Referência que substituiu o IAN (Informações Anuais). Além disso, contato com a área de relações com investidores da empresa é sempre muito importante.

Portanto, após análise do questionário, esse se torna fator determinante para a seguinte tomada de decisão do investidor: continua-se a análise ou não? É importante ressaltar que o investidor ao estar atento ao princípio de negócios está agindo com a mentalidade do investidor que ao comprar uma ação se torna sócio e não meramente dono de algumas ações. Lembrando que as ações se comportam com a oscilação do mercado e não com o valor justo do negócio. Dessa forma, não interessa muito as teorias do mercado, conceitos macroeconômicos ou tendências setoriais. Tudo isso serve apenas como uma análise adicional. As decisões, de fato, precisam ser tomadas em como o negócio de uma companhia funciona. Só conhecendo bem seus fundamentos que se consegue projetar os lucros futuros e um cenário factível para os próximos anos. Durante a análise é preciso estar com três perguntas-chaves em mente<sup>13</sup>:

- O negócio é relativamente simples e compreensível?
- O negócio tem um histórico operacional para que possa ser analisado?
- O negócio tem perspectiva de longo prazo daqui pra frente?

Paralelamente ao questionário, o investidor precisa estar ciente de dois conceitos fundamentais:

(i) Ciclo de competência:

O investidor precisa ter humildade de reconhecer que ele não tem habilidade e conhecimento para analisar qualquer companhia de qualquer setor. É claro que após muito estudo qualquer investidor pode vir a aprender sobre algum segmento novo,

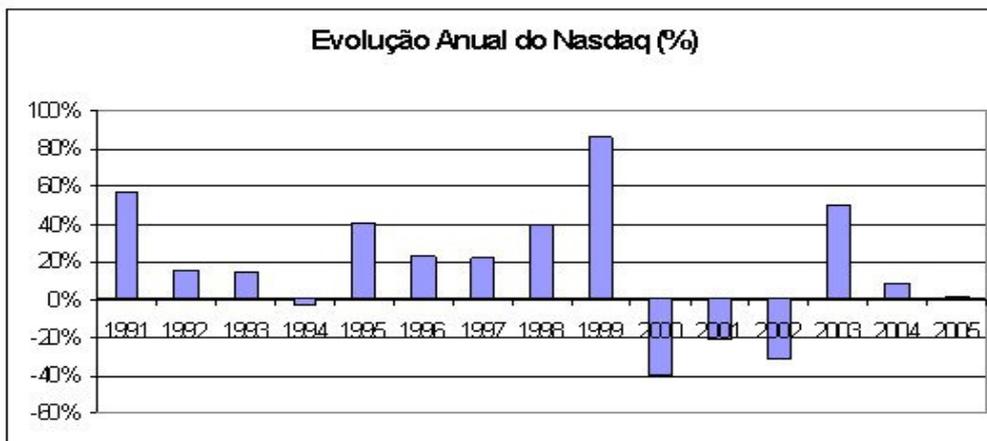
---

<sup>13</sup> Vide livro “The Warren Buffett Way”, Capítulo sob título “Business Tenets”.

porém não será a mesma coisa caso ele volte seu foco para os segmentos que mais lhe agrade e tenha uma vantagem inicial de conhecimento. Por isso, Warren Buffett criou o que ele chamou de ciclo de competência, ou seja, é necessário estabelecer um universo de companhias que está dentro da área de entendimento operacional e financeiro do investidor. Esse precisa centrar a atenção num pequeno grupo de indústrias para se tornar um perito em determinar o valor de potenciais investimentos.

O exemplo mais claro vem do próprio Buffett que mesmo com toda sua bagagem de conhecimento ficou de fora do *boom* das companhias de Internet no começo do século XXI. Basicamente, Buffett não conseguia entender como essas companhias tecnológicas ganhavam dinheiro e mais do que isso: qual seria a tendência daquele negócio. Portanto, todas as empresas correlacionadas com a Internet estavam fora do seu ciclo de competência. Provavelmente ele deixou de ganhar um bom dinheiro com toda a euforia que ocorria no mercado norte-americano entre 1998-2000, mas soube espertamente preservar seu capital e não correr o risco quando a bolha da internet estourou arruinando a maioria dos aplicadores do mundo “pontocom”.

Que a Internet é formidável, não há dúvidas, o problema que ocorreu nesta época foi a supervalorização deste meio de comunicação, gerando uma falsa idéia de que o mesmo seria um instrumento que poderia gerar lucros ilimitados. Por volta de 1999 começou a migração das empresas para o âmbito virtual. Os recursos que eram destinados a outros setores foram redirecionados para o desenvolvimento de *softwares* e páginas na Internet. Um dos maiores símbolos desta euforia foi a criação da Nasdaq, uma bolsa de valores norte-americana voltada exclusivamente para o setor de tecnologia. Com tudo isso, os preços das ações das empresas “pontocom” explodiram. No entanto, alguma hora a “bolha” poderia estourar. Quando o mundo viu que a internet não era uma fonte ilimitada de lucros e que suas projeções estavam totalmente equivocadas, o preço das ações de empresas que atuavam neste segmento entrou em queda livre, provocando a falência de inúmeras corporações, assim como as fortes quedas do Índice Nasdaq entre 2000-2002 evidenciadas abaixo.

**Ilustração 15: Rentabilidade do Índice Nasdaq**

**Fonte: Economática**

Para completar a questão do ciclo de competência, Warren Buffett também considera os IPOs<sup>14</sup> fora do seu ciclo. Um IPO é uma “oferta pública inicial”, ou seja, a primeira venda ao público das ações de uma companhia. Isso não significa que as companhias estarão sempre fora do seu universo pós IPO, mas no dia do seu lançamento dificilmente essas companhias atenderão aos princípios do investidor inteligente. Um dos maiores “erros” criado no mercado para obter o enriquecimento rápido foi a idéia de que se pode construir riqueza participando de qualquer IPO. Numa primeira avaliação, investir em IPOs parece ser uma boa idéia. Isso pode ser observado nas fortes valorizações de algumas ações de 2007 para cá.

<sup>14</sup> Inicial Public Offering, no original em inglês.

### Ilustração 16: Rentabilidade dos IPO's (2007-2010) após o sétimo pregão

IPOs - Bovespa							
Ano 2007	% Rentabilidade *	Ano 2008	% Rentabilidade *	Ano 2009	% Rentabilidade *	Ano 2010	% Rentabilidade *
Sao Martinho	47.05%	OGX	16.53%	Visanet	11.93%	Multiplus	8.75%
Cosan Ltd	26.97%	NutriPlant	12.00%	Fleury	10.63%	Eco Rodovias	0.00%
Sofisa	22.82%	HyperMarcas	-3.13%	Direcional Engenharia	7.43%	Aliansce	-4.44%
BR Brokers	19.79%	Copasa	-13.88%	Santander	-1.70%	OSX	-11.50%
Redecard	19.31%	Lelis Blanc	-15.70%	CETIP	-9.92%		
MRV	18.82%	Ananguera	-22.69%	Tivit	-15.93%		
Amil	18.14%	SLC Agrícola	-49.85%				
GVT Holding	17.78%						
Agra Incorp	17.63%						
Rodobensimob	15.53%						
Tegma	15.36%						
Iguatemi	11.72%						
Ananguera	11.67%						
Metalfrio	11.59%						
Daycoval	11.20%						
Marisa	10.90%						
Invest Tur	10.10%						
Wilson Sons	9.24%						
Springs	8.53%						
BMF	6.93%						
EZTec	6.00%						
Inpar S/A	5.43%						
Log-In	5.41%						
Fer Heringer	3.01%						
BR Malls Par	2.67%						
Marfrig	1.16%						
Guarani	0.52%						
SLC Agrícola	0.15%						
Trisul	0.00%						
Cremer	0.00%						
Tempo Part	-0.29%						
Estacio Part	-0.36%						
MPX Energia	-0.63%						
Generalshopp	-1.07%						
Even	-1.18%						
Tenda	-2.22%						
Tecnisa	-3.23%						
Parana	-4.47%						
Bematech	-4.69%						
JBS	-5.50%						
Cruzeiro Sul	-5.84%						
HSF Part	-7.63%						
CC Des Imob	-7.71%						
Minerva	-7.73%						
Providencia	-8.02%						
Laep	-8.67%						
Pine	-8.93%						
Kroton	-8.97%						
Helbor	-9.55%						
Multiplan	-9.81%						
Panamericano	-11.70%						
Sul America	-12.13%						
BicBanco	-12.43%						
PDG Realt	-12.75%						
ABC Brasil	-13.78%						
Agrenco	-14.52%						
CR2	-14.95%						
Indusval	-16.97%						
SEB	-19.36%						
Triunfo Part	-30.44%						

Ano	Rentabilidade +	Rentabilidade -
2007	30	30
2008	2	5
2009	3	3
2010	2	2
Total	37	40

\* Rentabilidade: relação do preço do IPO com o fechamento do 7º pregão após-IPO

Fonte: Prospecto Definitivo do IPO das cias e Economática

Especialmente em 2008 num cenário muito instável, o IPO da OGX, exploradora de petróleo, subiu 16,5% em uma semana. Todos querem comprar “o próximo IPO-OGX”. Porém, convenientemente não se reconhece o fato de que vários outros IPOs foram investimentos ruins. Pelas rentabilidades acima, observa-se uma extrema volatilidade e o investidor cauteloso não deve participar desse mercado quente. Como

exemplo, deve ser mencionado o fracasso dos IPOs de CETIP, Tivit e OSX apesar de todos terem um histórico de euforia pré-lançamento. Sendo assim, IPO não é garantia de dinheiro fácil e uma coisa é certa: na maioria das vezes, a grande base de investidores no lançamento das ações só está visando a especulação e não o motivo de se tornar sócio da companhia. E claro, todos só gostam de contar as conquistas e mega lucros gerados no curto prazo e não nas perdas que podem acabar com o patrimônio do investidor.

Já que o assunto estava em Internet, nada melhor do que encerrar mencionando o caso da VA Linux<sup>15</sup> ocorrido na Nasdaq em 1999. Como bem retratou Jason Zweig<sup>16</sup>: “Em 9 de dezembro de 1999, a ação foi colocada ao preço inicial de oferta ao público de US\$ 30. Porém, a demanda pelas ações foi tão feroz que, quando a Nasdaq abriu naquela manhã, nenhum dos proprietários iniciais de VA Linux se dispôs a vender quaisquer ações até o preço bater US\$ 299. A ação atingiu o pico de US\$ 320 e fechou a US\$ 239,25, um lucro de 697,5% *em um único dia.*” Realmente, algo subir 697,5% **num único dia** não é algo normal. Para completar, Jason Zweig expôs sua visão: “No preço máximo do primeiro dia, os investidores estavam atribuindo um valor total de US\$ 12,7 bilhões às ações da VA Linux. Quanto valia o negócio da companhia? Com menos de cinco anos de existência, a VA Linux havia vendido um valor total acumulado em US\$ 44 milhões em programas de computador e serviços, mas havia perdido US\$ 25 milhões. Em seu trimestre fiscal mais recente, a VA Linux havia gerado US\$ 15 milhões em vendas, mas perdido US\$ 10 milhões. Esse negócio então perdia quase 70 centavos de cada dólar que faturava. O déficit acumulado da VA Linux (o valor em que suas despesas totais excederam sua receita) era de US\$ 30 milhões. Se a VA Linux fosse uma companhia privada e de propriedade do cara que vive na casa ao lado da sua e, um dia, ele se debruçasse sobre a cerca e lhe perguntasse quanto você pagaria para tirar seu pequeno negócio em dificuldades de suas mãos, você responderia, “Ah, US\$ 12,7 bilhões parece justo para mim”? Ou, em vez disso, você sorriria com educação, retornaria à sua churrasqueira e se perguntaria o que seu vizinho havia fumado? Confiando exclusivamente em seu próprio julgamento, nenhum de nós admitiria pagar US\$ 13 bilhões por um devorador de dinheiro que já se encontrava em um buraco de US\$ 30 milhões.”

---

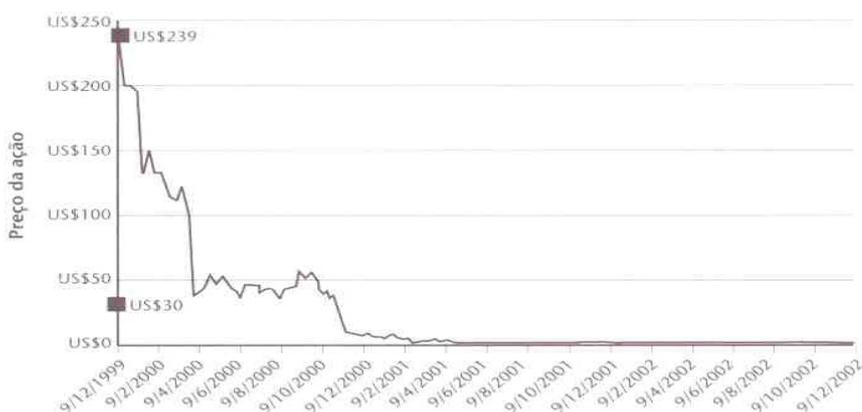
<sup>15</sup> Montadora de sistemas pré-operacionais como o famoso Linux.

<sup>16</sup> Comentarista do livro GRAHAM, Benjamin, “The Intelligent Investor”, na página 179-180.

Para corroborar a idéia de que é preciso uma enorme cautela com os IPOs e realmente se preocupar com a qualidade do negócio da companhia, segue gráfico abaixo que mostra a evolução da ação da VA Linux. Após a enorme alta no primeiro pregão, a ação despencou sem limites. Em 9 de dezembro de 2002, três anos após a ação ter fechado a US\$ 239,25, a VA Linux fechou a US\$ 1,19 por ação, ou seja, uma perda astronômica de -99,5%.

#### Ilustração 17: Gráfico da ação da VA Linux

##### A lenda da VA Linux



Fontes: VA Linux Systems Inc.; [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).

Fonte: VA Linux Systems Inc; [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

Por fim, participar de um IPO é uma idéia ruim porque viola uma das regras fundamentais de Graham: não importa quanto muitas outras pessoas desejem comprar a ação, o bom investidor orientado à filosofia de investimento fundamentalista só deve comprá-la se a ação for uma forma barata de possuir um negócio desejável. Sendo assim, participar do IPO não é um ato errado, mas só se torna válido caso tenha dado tempo do investidor ter conhecido bem a companhia estreada no mercado, seu negócio, seus balanços e ter chegado à conclusão de que a ação está num preço atraente já no IPO.

#### (ii) Consistência e perspectiva favorável de longo prazo:

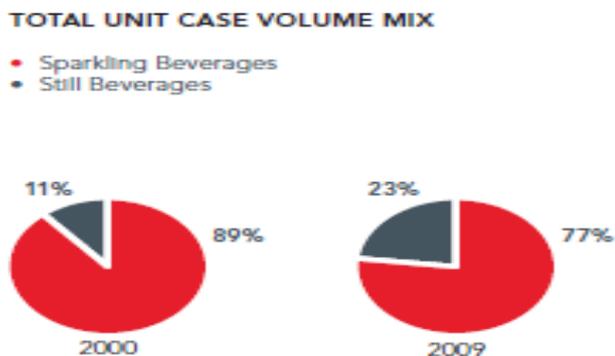
Outro conceito importante é o da consistência nos resultados. De imediato, uma companhia já pode ser considerada boa quando apresenta um histórico consistente e que tem perspectiva favorável para os próximos quinze anos pelo menos. O importante é selecionar no amplo universo das ações aquelas que têm um histórico razoável, e, assim,

o investidor poder analisar o comportamento da empresa em diversos momentos que a economia atravessou.

É válido mencionar que os exemplos que estão abaixo não levam em consideração se a companhia no caso está num monopólio ou duopólio, se é uma concessão ou se é dotada dos recursos naturais do país. O importante é observar os pontos levantados como a consistência e perspectiva de longo prazo.

Um exemplo clássico do mercado global é a Coca-Cola por ser uma das companhias que melhor apresenta um histórico consistente. Foi fundada em 1880 e, até hoje, por mais que tenha investido em outros segmentos, o mercado da sua bebida original (refrigerantes) continua sendo sua principal linha de negócios. Na composição do volume vendido, 77% continua vindo das bebidas gasosas - basicamente refrigerante.

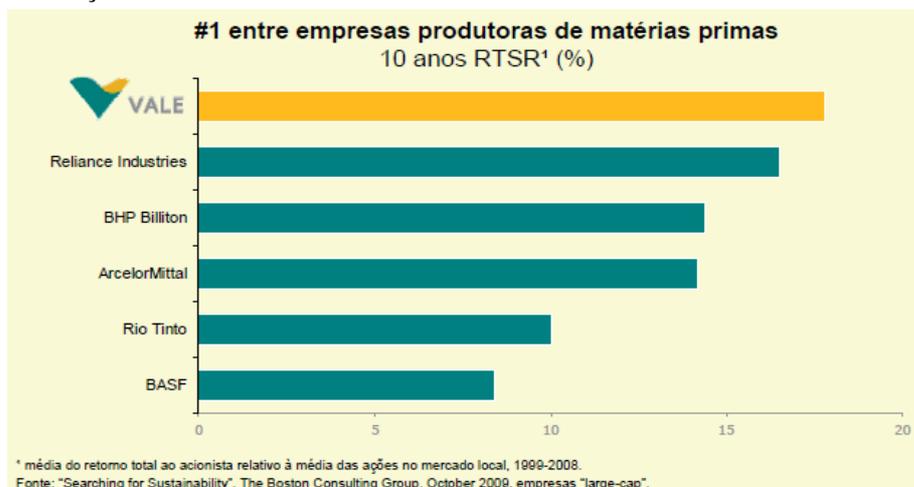
#### Ilustração 18: Mix do volume vendido pela Coca-Cola



Fonte: <http://ir.thecoca-colacompany.com> em 2009 Annual Review

Outro ótimo exemplo vinculado ao cenário brasileiro é a Vale, que produz e comercializa na sua essência minério de ferro e correlacionados. São mais de sessenta anos de operação sendo fundada em 1942 pelo governo brasileiro como Companhia Vale do Rio Doce. Em 1997, tornou-se finalmente uma empresa privada. A questão da consistência pode ser verificada pelo fato da Vale ser uma das líderes globais em geração de valor para o acionista ao longo dos últimos dez anos como se nota na tabela abaixo:

### Ilustração 19: Retorno ao acionista da Vale

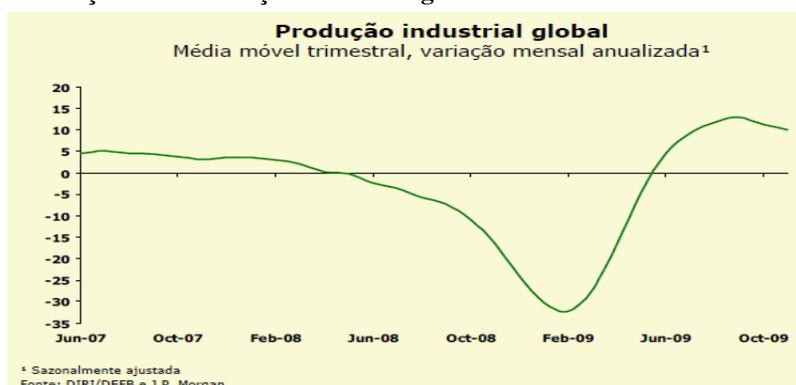


Fonte: Apresentação Oficial da Companhia, INI – Rio de Janeiro, Janeiro 2010;

Como se observa, o indicador RTSR indica a média do retorno total ao acionista relativo à média das ações no mercado local entre 1999-2008. Para a Rio Tinto, a cada R\$ 100 investido, R\$ 10 era devolvido ao acionista, enquanto que na Vale esse valor é por volta de R\$ 18.

Recentemente, o mundo passou por uma crise global e a Vale foi bastante afetada pela forte diminuição da demanda por minério de ferro e outras *commodities*. Mesmo assim, reitera-se o ponto que a empresa está bem posicionada no mercado mundial e continua apresentando boa perspectiva. Depois da maior queda dos últimos quarenta anos, a produção industrial mundial está se recuperando até mais rápido que o esperado como é evidenciado abaixo:

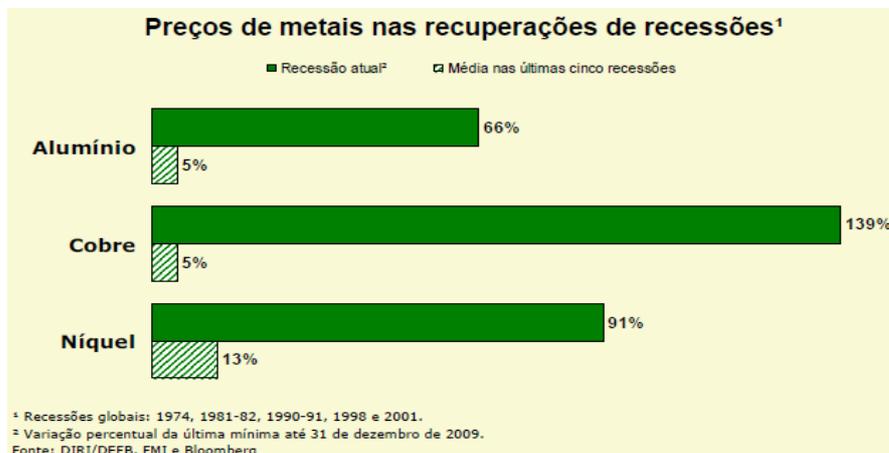
### Ilustração 20: Produção industrial global



Fonte: Apresentação Oficial da Companhia, INI – Rio de Janeiro, Janeiro 2010;

Uma das conseqüências que chama muita atenção dessa nova recuperação resultou em aumentos nos preços de metais maiores do que nas recuperações de recessões passadas:

**Ilustração 21: Preços de metais globais**



Fonte: Apresentação Oficial da Companhia, INI – Rio de Janeiro, Janeiro 2010;

Portanto, a Vale se encontra numa posição sólida para continuar criando valor aos seus acionistas, por: i) possuir ativos de classe mundial de vida longa e com baixo custo; ii) ter forte posição financeira com caixa por volta de US\$ 13 bilhões e linhas de crédito de médio e longo prazo; iii) apresentar alternativas de crescimento no médio e longo prazo e, para completar iv) possuir excelente histórico de execução de projetos e disciplina na alocação de capital.

A postura conservadora e racional do investidor é não se importar com as ações atrativas ou “quentes” do momento. O ponto é deixar essas ações “de momento” de lado e analisar aquelas que indicam a consistência mencionada e as que têm uma perspectiva de sucesso e lucros no médio prazo. Isso fica bem claro quando se coloca uma companhia como a NET Serviços, prestadora de serviço de TV por assinatura, banda larga e telefonia em contraposição com companhias que estão vindo à bolsa e não passam de projetos e ainda em fase inicial (*start-ups*). É o exemplo da exploradora de campos de petróleo e estaleiros. Essas concessões de áreas a serem exploradas assumem que há nessas regiões uma quantidade pré-determinada do produto que venha a viabilizar sua exploração. Há uma estimativa razoável através do estudo que é feito, mas dependendo das condições de preço e custos de exploração no longo prazo, uma quantidade menor que a esperada inicialmente ou de acesso mais difícil que o esperado

pode tornar o valor do projeto negativo. E mais: em casos em que não há nem ativos tangíveis (como equipamentos) ou valores a receber não é um absurdo imaginar que tais projetos possam vir a valer zero sob determinadas circunstâncias de mercado. Só para se ter uma idéia, a OGX, exploradora de petróleo que veio à bolsa em 2008 prevê obter receita apenas a partir de 2012. Isso soa o tanto quanto assustador.

É claro que não é errado investir nessas empresas-projetos, afinal de contas existem alguns investidores bem sucedidos nesse tipo de investimento. Fora isso, a idéia do capitalismo de mercado na sua essência está sendo, de fato, aplicado: uma empresa em seu momento inicial está captando recursos no mercado financeiro a fim de financiar seu crescimento. Porém, algumas dessas empresas estão sendo vendidas tendo como parâmetro as empresas que têm fluxo de caixa efetivo e não está sendo considerado o risco de uma companhia que ainda não apresenta fluxo de caixa.

Por outro lado, tem a NET Serviços que apresenta consistência há alguns anos além de perspectiva futura positiva. Coletando dados de 2002 para cá, a NET apresenta uma margem bruta média de 40%. Nesses últimos oito balanços publicados, a companhia vem demonstrando boa consistência mesmo passando pela crise de 2008-2009. Além disso, apesar de até 2004 a empresa ter apresentado prejuízo por erros operacionais e pelo dólar ter disparado em 2002, de 2005 para cá a soma dos lucros anuais é de R\$ 1,1 bilhão. E quanto à perspectiva favorável a NET também apresenta uma ótima tendência. Da sua base de domicílio cabeados, apenas 34,2% já estão conectados, ou seja, a empresa está pronta para ter um bom crescimento orgânico já sendo líder do mercado com 52% de participação. O Brasil também é um país em que a maioria da população só possui TV com sinal aberto e de baixa qualidade. Quanto ao mercado de banda larga o mesmo raciocínio pode ser aplicado pela enorme quantidade de famílias brasileiras que não possuem acesso à Internet com alta velocidade.

Nesse sentido, analisando as companhias sob esses dois conceitos, o investidor conseguirá achar empresas que estão com capacidade de consolidação no seu mercado de atuação, empresas inseridas em setores que tendem a se beneficiar dado a tendência macroeconômica e, por fim, aquelas que tendem a apresentar contínua taxa de crescimento gerando bons retornos.

### **3.4.2. Princípios Financeiros:**

Até aqui, o investidor já realizou um filtro de quais companhias estão no seu universo por ter retirado aquelas que estão fora do seu ciclo de competência. Isso também inclui aquelas que não apresentam um bom histórico e consistência em seus resultados e também as que praticamente não apresentam perspectiva de longo prazo. Cabe ao investidor, agora, analisar uma por uma para descobrir quais apresentam as melhores perspectivas de retorno do investimento. Para isso, o investidor deve se munir do princípio financeiro e analisar detalhadamente os números apresentados de cada companhia, pois só assim irá conseguir obter uma boa análise econômica. Assim como o questionário que foi descrito acima, uma planilha de Excel se torna a ferramenta principal do investidor para ele conseguir juntar todos os dados financeiros históricos da empresa.

Ninguém deveria investir em uma companhia, seja qual for seu grau de entendimento do modelo de negócios e a qualidade de seus produtos, sem estudar seus balanços financeiros. E, infelizmente, boa parte dos compradores de ações ignora essa parte.

Nessa planilha o investidor deve montar um histórico com os números financeiros da empresa para construir uma evolução do seu desempenho. Assim como o questionário, essa planilha também não tem um modelo padrão, mas independente do tipo da companhia deve conter o máximo de períodos passados com: balanço - contendo ativo e passivo -, Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – com os números operacionais anuais e trimestrais –, uma sessão chamada “Operacional” em que o investidor poderá analisar os números dos segmentos de atuação da empresa, outra chamada “Caixa e Dívida” para cuidadosamente extrair os valores do balanço e fazer uma avaliação da situação de caixa, outra denominada “Capital de Giro” para ter um acompanhamento dos valores a receber de clientes e a pagar para fornecedores, uma aba chamada “CAPEX”<sup>17</sup> que serve para avaliação do valor total investido assim como a depreciação e amortização<sup>18</sup> dos bens tangíveis, e, por último, uma sessão chamada “Projeção” para o investidor consolidar as contas que usará na sua projeção para chegar

---

<sup>17</sup> CAPEX = Capital Expenditure, em inglês, que significa Total do Investimento.

<sup>18</sup> Amortização consiste basicamente na recuperação contábil do capital aplicado na aquisição de bens e direitos classificados no ativo imobilizado (marcas e patentes). Depreciação se refere a depreciação, de fato, de bens do ativo imobilizado que corresponde à diminuição do valor dos elementos ali classificáveis, resultante do desgaste pelo uso, ação da natureza ou obsolescência normal.

ao valor intrínseco. De fato, é na minuciosa montagem dessas contas, na avaliação detalhada e no tempo dedicado na análise que resultará numa melhor conclusão e recomendação do modelo de negócio analisado. Nesse sentido, seis pontos, que não necessariamente se encontram em ordem de prioridade, precisam estar presentes ao longo dessa avaliação financeira:

i) Comportamento das margens:

Durante a análise, o próprio analista tende a ficar viesado positivamente ou negativamente conforme vai se familiarizando com o negócio da empresa. Um dos problemas é acabar aceitando todas as afirmações da companhia e não conseguir fazer uma boa análise. Isso pode muito bem acontecer enquanto algo de errado está acontecendo na empresa e os números mostram apenas em parte o problema. Ao longo do relatório dos resultados, os administradores acabam contornando a situação e mudando o foco. Para evitar isso e por contribuir muito na comparação do desempenho ao longo do tempo, a análise das margens são fundamentais.

As margens são importantes para o conhecimento da situação e evolução econômica-financeira de uma empresa ao longo do tempo e servem também para perceber a sua evolução futura. Existem muitas margens que podem ser calculadas, mas só interessa aquelas que tenham interesse para a análise pretendida. A utilidade das margens na análise da situação das empresas faz-se sentir através da comparação com margens calculadas nos anos anteriores e até com margens de empresas similares. Elas são uma forma de observar em termos percentuais as relações entre os diversos valores extraídos dos documentos financeiros.

Uma margem que se recomenda ter atenção é a Margem EBITDA (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda, Depreciação e Amortização) que mede os lucros da empresa em cada R\$ 1 de vendas, antes de descontar as despesas financeiras – essencial, pois cada empresa se encontra num nível de alavancagem totalmente diferente –, os impostos – já que a carga tributária também é totalmente diferente conforme cada país – e depreciação e amortização – por também se encontrarem em níveis diferentes para cada tipo de negócio. A margem é calculada como sendo o EBITDA dividido pela receita líquida de vendas da empresa. A grande vantagem é por ser equivalente à margem operacional das companhias de outros países permitindo uma análise da eficiência operacional independente das circunstâncias geográficas e tributárias.

Segue abaixo uma comparação interessante entre as Margens EBITDAs dos diversos setores no Brasil<sup>19</sup>.

**Ilustração 22: Margem EBITDA setorial brasileiro**

<b>MARGEM EBITDA POR SETOR</b>	
OS SETORES	
The sectors	
Siderurgia e Met. Steel and met.	77,1%
Concessão Rodoviárias Highway	62,3%
Serviços Portuários Port services	61,1%
Participação em Gás. Holdings	48,0%
Mineração Mining	44,9%
Saneamento Sanitation	43,0%
Bebidas Beverages	36,5%
Telefonia Telecon	33,9%
Papel e Celulose Paper and Pulp	30,7%
Energia Energy	29,5%
Fumo Tabacco	28,3%
Madeira Wood	27,7%
Serviços Gráficos Printing services	26,4%
Mat.Construção Construction mat.	26,2%
Cosméticos e higiene pessoal Cosmetics	22,8%
Equipamento Elétricos Electrical eq.	22,6%
Comunicação Communication	21,6%
Imobiliário Real Estate	21,1%
Calçados Footwear	17,7%
Veículos e Autopeças Auto and parts	12,7%
Informática e TI (IT equip.)	11,7%
Logística e Transporte Logístcs	11,2%
Química Chemicals	10,5%
Agro e Alimentos Agribus and food	9,9%
Máquinas e Equip. Machinery and eq.	9,7%
Comércio Varejista Retail	9,1%
Material Aeronáutico Aircraft parts.	8,9%
Comércio Atacado Wholesale	3,0%
Serviços de Saúde Healthcare serv	2,8%
Têxtil Textile	1,8%
Educação Education	0,9%
Produtos de Saúde Health products	0,4%
Financeiro Financial	0,0%

Fonte: Gordon Valuations

## ii) Dividendos:

Outro aspecto de grande importância que o investidor deve estar atento é o dividendo. É claro que não se está pregando a idéia que só se deva investir em companhias boas pagadoras de dividendos. Mas, alocar parte do capital nessas companhias é um bom investimento no aspecto de se obter uma renda ao mesmo tempo em que se obtém uma atualização de patrimônio. Uma empresa que vem passando por todos os critérios mencionados até então, e que, além disso, ainda apresenta forte pagamento de dividendos, é exatamente um “bônus” no investimento que tem que ser levado em conta.

Esse assunto merece breve atenção, pois certo mito ainda permanece no modo de agir de alguns investidores: não significa que as companhias boas pagadoras de dividendos estejam abdicando do crescimento da atividade de seus negócios.

Até a década de 1980, quando a inflação apresentava tendência exponencial, as ações pagadoras de dividendos perdiam sua importância na escolha de ativos de renda

<sup>19</sup> Base de cálculo de 2004-2009;

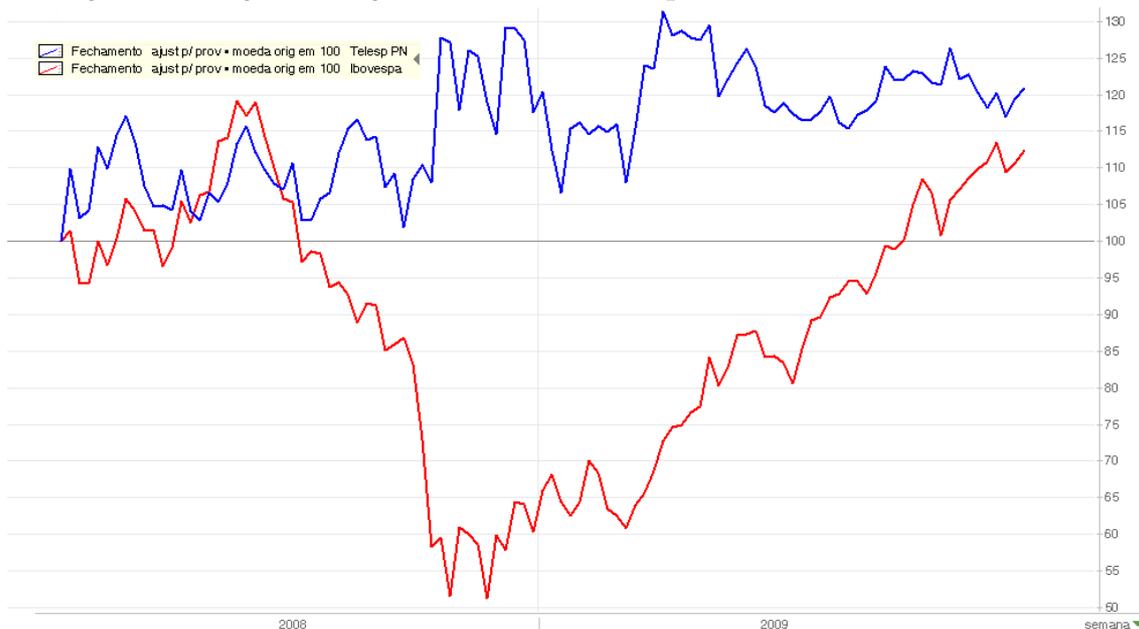
variável pelos investidores. Essas eram classificadas como de baixo crescimento de lucros e de baixa rentabilidade de projetos futuros. Hoje, a situação é justamente o contrário. No caso brasileiro, por exemplo, a evolução dos dividendos é devido aos seguintes fatores: i) queda dos juros possibilitando um aumento de competitividade dos dividendos. Basta mencionar que há boas companhias com *dividend yield*<sup>20</sup> de 12% para 2010, enquanto a Selic está dando à renda fixa por volta de 9%. Além disso, o ganho com os dividendos são isentos de impostos; ii) maior segurança corporativa propiciando a determinação de pagamento mínimo estipulado pela Lei das S.A. que é de 25% do lucro líquido do período, descontada uma reserva legal de 5%; iii) criação e formação de fundos e clubes de investimento focados nessas companhias com perspectiva fundamentalista, associadas ao pagamento de dividendo contribuindo para formação dessa cultura no país; e iv) posição de caixa líquido de algumas empresas de capital aberto bem confortável, afetando suas decisões de distribuição.

Um *dividend yield* entre 12-15% não devia ser tão atraente quando a taxa Selic estava em 20% ao ano. Mas, com os juros caminhando para algo como 10% ou menos, o retorno com os dividendos passa a ser significativo. Esse ganho é como se fosse uma renda fixa, já que é uma relação entre o dividendo pago pela companhia e seu valor de mercado, e, assim, não oscila tanto quanto o preço das ações. As próprias empresas também estão mais preocupadas com seus acionistas e vêm distribuindo cada vez mais dividendos.

De um modo geral, essas ações também possuem a vantagem de serem menos voláteis. Por serem empresas mais maduras, já tendo realizado fortes investimentos em estágios anteriores, seus resultados acabam ficando mais previsíveis e isso também se reflete no comportamento das ações. Essas caem menos nos momentos de queda do mercado, mas também sobem menos nas fases de valorização. É o caso da ação da Telesp, operadora de telefonia do Estado de São Paulo, em que como se nota no gráfico abaixo, caiu bem menos ao longo da forte crise de 2008, mas também não participou da alta valorização que a Bolsa teve em 2009.

---

<sup>20</sup> Índice criado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações.

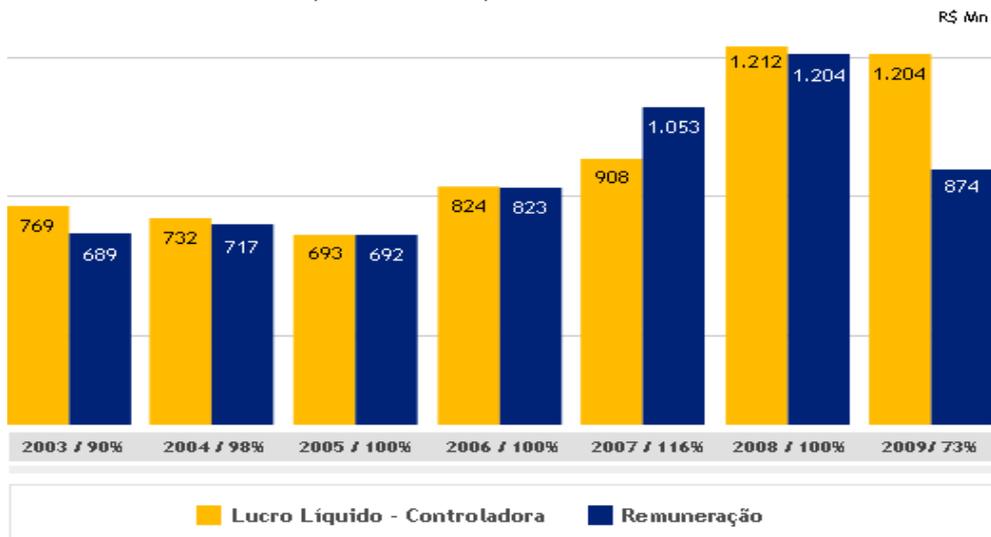
**Ilustração 23: Evolução da cotação de TLPP4 x IBOV no período de 2008-2009**

Fonte: Economática

Segue abaixo também uma tabela com o pagamento histórico de dividendos da Souza Cruz, atuante na produção, processamento, fabricação e distribuição de cigarros. Analisando o período de 2003-2009, a empresa vem distribuindo uma média de 97% do seu lucro líquido para a remuneração aos acionistas.

**Ilustração 24: Remuneração em dividendos em relação ao Lucro líquido da Souza Cruz**

Média de distribuição do Lucro no período 2003/2008 – cerca de 100%



Fonte: [www.souzacruz.com.br/ri](http://www.souzacruz.com.br/ri)

Por fim, dado a boa dose de volatilidade existente no mercado acionário, recomenda-se que parte dos investimentos seja em papéis de dividendos por serem um porto seguro.

iii) Nível de alavancagem:

Outro ponto fundamental a ser checado é a situação financeira da companhia, ou seja, como anda suas disponibilidades totais perante sua posição de dívida total. Recomenda-se o estudo focado nessas contas, a parte de todo o resto, para poder visualizar de fato a evolução histórica da situação financeira da empresa analisando seu desempenho em relação às circunstâncias do mercado e conforme sua necessidade de expansão. Além disso, através da situação de caixa, o investidor consegue observar como a equipe de gestão administra para remunerar o acionista sem deixar de atender as necessidades de investimento e crescimento da empresa. O investidor deve estar atento aos valores extraídos do balanço quanto à: dívida total, dívida de curto e longo prazo e suas aplicações financeiras juntamente com o saldo em caixa e nos bancos.

Um múltiplo muito utilizado como medida de alavancagem é Dívida Líquida (dívida total menos disponibilidades totais) em relação ao EBITDA. É claro que o parâmetro ideal depende do tipo que a indústria está inserida, mas observa-se o caso da Klabin, fabricante de papel e celulose: seu múltiplo era de 0,4x em 2005, ficou em 1,0x em 2006 e começou a subir mais significativamente em 2007 atingindo 2,8x e 5,1x no meio da crise de 2008, quando seu nível de endividamento estava elevado e 50% da sua dívida estavam atreladas à moeda norte-americana que também disparou no meio do cenário adverso. Até que a situação foi melhorando, a companhia conseguiu prolongar o pagamento de alguns contratos de dívida de curto prazo e a situação já está se normalizando com o múltiplo por volta de 2,0x. Numa primeira análise, parece que a Klabin fez o seu investimento num momento não tão propício.

Enfim, é difícil também prever quanto e quando a empresa irá pedir uma linha de financiamento. Cabe, portanto, ao bom investidor, ter um melhor acompanhamento da situação financeira da empresa, ver sua relação de dívida em moeda estrangeira e moeda nacional e tentar analisar a racionalidade por trás de cada movimentação financeira – seja contraindo uma nova dívida seja adotando uma política mais agressiva de pagamento de dividendos.

iv) Capital de Giro e Investimento:

Capital de giro são os recursos que as companhias mantêm em caixa para suprir suas necessidades operacionais imediatas. Fazem parte do capital de giro basicamente três contas: contas a receber, estoques e fornecedores.

Esse precisa de acompanhamento constante, pois está sempre vulnerável aos impactos de mudanças enfrentadas conforme o cenário econômico. Boa parte da preocupação da equipe de gestão é em relação aos problemas de capital de giro constituídos por problema na venda dos estoques, gerenciamento das contas a receber e negociação junto aos seus fornecedores. O capital de giro é de extrema importância para as empresas, pois são com esses recursos que a companhia se mantém em funcionamento no curto prazo. Ocorrendo uma má administração no capital de giro, a companhia pode entrar numa situação de insolvência. Portanto, uma ação preventiva tem papel importante para solução de futuros problemas. Um bom método é a companhia constantemente formar uma reserva financeira conservadora para enfrentar mudanças inesperadas na sua situação financeira. A determinação desse volume de reserva financeira leva em conta o grau de proteção que se deseja para o capital de giro dependendo do nível de conservadorismo de cada equipe administrativa sinalizando seu pensamento racional de investimento, alocação de capital e estratégia.

Abaixo segue o capital de giro da Tegma, provedora logística sendo basicamente uma transportadora de veículos zero km:

**Ilustração 25: Capital de Giro da Tegma no período de 2004-2009**

<b>Tegma: R\$ Mil</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Receita Líquida</b>	310.062	374.775	554.592	744.941	978.947	1.134.296
Clientes	43.273	48.839	55.801	106.327	125.326	137.205
Clientes – Dias	51	48	37	52	47	44
<b>CSV</b>	245.517	303.307	457.450	623.456	853.850	973.343
Estoques	416	306	419	1.902	1.934	1.950
Estoques – Dias	1	0	0	1	1	1
Fornecedores	11.671	11.619	13.153	29.234	18.271	29.616
Fornecedores – Dias	17	14	10	17	8	11
<b>Capital de Giro</b>	32.018	37.526	43.067	78.995	108.989	109.539
<b>Δ do Capital de Giro</b>	-	<b>5.508</b>	<b>5.541</b>	<b>35.928</b>	<b>29.994</b>	<b>550</b>

Fonte: **Elaboração própria com números coletados nas Demonstrações Financeiras 2009 - [www.tegma.com.br/ri](http://www.tegma.com.br/ri)**

Aqui fica visível uma maneira de se analisar o capital de giro. Como se nota, a Tegma apresenta consistência na sua dinâmica de capital de giro conforme ocorrem a

receitas e os custos. Observa-se que a companhia apresenta uma variação de necessidade de capital de giro positiva, pois recebe o pagamento de seus serviços em pouco mais de um mês (devido ao contrato estabelecido com as montadoras) e, por outro lado, precisa pagar seus fornecedores em no máximo 15 dias.

Mais uma conta importante para estar atento é o CAPEX, ou seja, o total investido pela companhia. Isso ocorre quando essa adquire novos ativos ou investe em ativos já existentes. Nessa análise, o investidor deve ficar atento em como a equipe de gestão da empresa lida com o total investido historicamente dado as circunstâncias do mercado no passado. O fechamento do orçamento para o ano (incluindo o valor a ser investido) é vital para a realização da estratégia da companhia. O CAPEX é uma conta importantíssima, pois a empresa precisa investir o suficiente para garantir sua manutenção e expansão e, ao mesmo tempo, não deve exagerar no investimento, pois pode acabar investindo capital bem a mais do que o necessário ou enfrentar uma recessão inesperada pela frente.

v) Retorno sobre Patrimônio:

O retorno sobre o patrimônio é um múltiplo bastante recomendado para ser calculado e verificado ao longo da análise. Cabe mencionar que entre os métodos de avaliação de uma empresa, talvez o mais simples seja a análise através de múltiplos. Ao mesmo tempo, é uma forma que também traz muitos erros. Utilizando o mecanismo de múltiplos, se desconhece o que determina os preços das ações. Isto significa que não há teoria para orientar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de vários múltiplos para sua avaliação. Afinal de contas, um múltiplo que é melhor para uma indústria não é necessariamente tão útil para outra.

O lado positivo do múltiplo “retorno sobre o patrimônio” é que ele pode e deve ser usado em todas as indústrias. É um indicador financeiro mostrado em termos percentuais que se refere à capacidade de uma empresa em agregar valor a si própria utilizando seus próprios recursos. Ou seja, quanto a empresa consegue crescer usando nada além daquilo que ela já possui. Por isso, o ROE (em inglês, *Return on Equity*) nada mais é do que a relação do lucro líquido sobre o patrimônio líquido.

Novamente, aquelas companhias que apresentarem um histórico longo, consistente e atrativo de ROE com certeza irão ganhar pontos positivos na avaliação financeira. Aleatoriamente, foram selecionadas 16 companhias de diversos segmentos e

analisado seus ROEs ao longo de vinte anos (1998-2008). Gerado os resultados, calculou-se a frequência desse indicador para cada faixa abaixo.

**Ilustração 26: Frequência ROEs das companhias selecionadas**

Frequência ROE	Ambev	Itausa	Lojas Renner	Marcopolo	Saraiva	Vale	Fosfertil	Gerdau	Romi	PCAR	Weg	Metal Leve	Iochpe	Guararapes	Duratex	Coteminas
ROE negativo	5%	0%	26%	5%	0%	0%	11%	0%	30%	0%	10%	25%	50%	10%	0%	6%
ROE até 10%	10%	20%	11%	20%	0%	40%	11%	20%	35%	60%	10%	10%	5%	40%	70%	61%
ROE 10% a 15%	25%	15%	0%	5%	20%	10%	0%	20%	5%	7%	10%	5%	10%	35%	15%	33%
ACIMA DE 10%	85%	80%	63%	75%	100%	60%	78%	80%	35%	40%	80%	65%	45%	50%	30%	33%
ROE acima de 15%	60%	65%	63%	70%	80%	50%	78%	60%	30%	33%	70%	60%	35%	15%	15%	0%

Fonte: Economática

vi) Resultado Operacional e Financeiro:

Muitas vezes, mesmo após ter ficado com companhias que apresentam o mínimo de qualidade desejável no universo, o investidor precisa estudar profundamente seus números para definir o real desempenho de certa empresa. Um dos pontos mais esquecidos é checar o peso que o resultado operacional e o financeiro exercem no lucro líquido final da empresa. O raciocínio é claro: se o resultado financeiro for bem mais significativo do que o resultado operacional é porque algo de estranho está acontecendo com a companhia. Afinal de contas, se o objetivo de uma provedora logística é de ganhar dinheiro em cima das suas operações logísticas, mas, na realidade, é o resultado financeiro que vem mais contribuindo para seu lucro é porque ela não vem operando de forma eficiente. Cabe ao investidor investigar para suscitar a seguinte pergunta: “estou comprando uma empresa de logística ou uma empresa que pratica alguma operação financeira e gera lucro com isso?”

Apesar de parecer que isso não acontece no mundo real, veja o caso da Sadia. Essa diz em seu site<sup>21</sup>: “A Sadia é uma empresa do setor alimentício que atua nos segmentos de produtos industrializados congelados, resfriados e de margarinas.”

Segue a tabela abaixo:

<sup>21</sup> Ver em [www.sadia.com.br/ri/quem\\_somos](http://www.sadia.com.br/ri/quem_somos)

Ilustração 27: Dados financeiros da Sadia

Sadia R\$ MM	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Receita Líquida</b>	4.238,8	5.292,1	6.379,2	7.318,4	6.876,7	8.623,1	10.728,6
Despesas Operacionais	-897,1	-1.247,3	-1.365,6	-1.366,4	-1.347,6	-1.641,3	-1.924,6
<b>EBIT<sup>22</sup></b>	402,7	306,4	551,3	640,9	343,8	669,7	694,6
<i>Margem EBIT</i>	9,50%	5,79%	8,64%	8,76%	5,00%	7,77%	6,47%
Ganhos / Perdas Financeiras	-183,3	148,7	-32,6	83,5	76,6	-36,5	-3.892,3
<b>EBIT pós-financeiro</b>	219,4	455,1	518,7	724,4	420,4	633,2	-3.197,7
<i>Margem EBIT pós-financ.</i>	5,18%	8,60%	8,13%	9,90%	6,11%	7,34%	-29,81%
<b>Resultado Não-Operacional</b>	1,4	-20,4	-6,8	4,6	-5,7	154,7	0
<b>EBIT pós-não operacional</b>	220,8	434,7	511,9	729,0	414,7	787,9	-3.197,7
<i>Margem EBIT pós-não-Op.</i>	5,21%	8,21%	8,02%	9,96%	6,03%	9,14%	-29,81%

Fonte: Economática

No ano de 2007 a conta de “Resultado Não-Operacional” da Sadia veio com um ganho elevado de R\$ 154,7 milhões. Os acionistas na época não devem ter reclamado, pois, afinal, era um ganho a mais e o lucro tinha sido significativamente inflado. A justificativa como se encontra nas Notas Explicativas de 2007 da companhia é: “A controlada integral Concórdia S.A. Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e Commodities obteve nas negociações das ações um ganho bruto de R\$165.682 (...), os quais foram reconhecidos na rubrica de resultado não operacional.” Enfim, a “empresa do setor alimentício” tinha uma corretora própria que entrava no consolidado da companhia e passava a ganhar importância no seu resultado. No seu Estatuto Social na sessão “Objeto Social” também não explicita nada em relação às operações financeiras. Até que em 2008 veio um resultado financeiro negativo de R\$ 3,8 bilhões e segue o comentário no Relatório da Administração do mesmo ano: “A SADIA registrou em 2008 o primeiro prejuízo anual em seus 64 anos de história, reflexo de perdas financeiras com instrumentos derivativos e dos impactos da desvalorização do real.” O investidor atento se não tivesse percebido antes, pelo menos em 2007 já teria achado esse peso do resultado financeiro bem estranho.

Mesmo assim, muitos analistas continuavam insistindo que a Sadia era uma boa empresa. Isso sem falar dos intermináveis problemas de governança corporativa que a companhia continua enfrentando mesmo após a fusão com a Perdigão. Parte disso se justifica, pois desde que surgiram os primeiros computadores, vários agentes começaram a construir modelos estatísticos que os ajudassem a simplificar a complexidade das análises. Entre as diversas aplicações que surgiram, os modelos para

<sup>22</sup> Lucro Antes do Imposto e Taxas.

medir o risco eram e ainda são os mais utilizados nas grandes instituições financeiras. A grande premissa é de que o passado representa uma boa referência para o futuro. Mas a crise financeira de 2008/2009, por exemplo, demonstrou praticamente como a medição e a gestão do risco não devem ser totalmente fundamentadas em dados históricos. Nessa mesma crise, esses modelos falharam em capturar os riscos inerentes às operações com derivativos no Brasil. Justamente quem apostou na baixa volatilidade/risco das ações da Sadia para comprá-las pré-crise pode chegar à conclusão, que algo estava errado na premissa por trás do modelo. Talvez, se os investidores tivessem lido com maior atenção os balanços dessa empresa, teriam percebido algo estranho: ganhos financeiros compensando menores ganhos operacionais.

Portanto, o risco não é algo tão mensurável e que possa ser simplesmente calculado pela estatística. Esses modelos teóricos podem até auxiliar os investidores, mas não conseguem substituir perfeitamente a avaliação humana. O conhecimento e a experiência na análise continuam a desempenhar um papel fundamental no processo decisório de investimento.

É evidente que há muito mais por trás da análise financeira do que os pontos levantados aqui. Mas esse conteúdo já serve como um ponto de partida para concluir uma boa análise ao modo fundamentalista.

### **3.4.3. Princípios de Valor:**

Ao chegar ao princípio de valor, o investidor já selecionou a companhia do momento que será projetada. Até aqui o questionário para o entendimento do seu todo já foi analisado e os principais conceitos financeiros também já foram verificados. Cabe agora ao investidor projetar seus números para o futuro próximo e descobrir quanto vale o negócio da companhia. Para alcançar tal objetivo um conceito importantíssimo – margem de segurança – será aplicado na análise através da avaliação do fluxo de caixa descontado.

Sem dúvida, o conceito da “**margem de segurança**” é fundamental para o investimento, se não for o mais importante de toda essa filosofia de investimento. Na

definição de Benjamin Graham<sup>23</sup>: “(...) margem de segurança é a diferença entre o preço e o valor. Ela existe para amortecer o efeito de cálculos errôneos. (...) A função da margem de segurança é, em essência, tornar desnecessária uma estimativa precisa do futuro. (...) A margem garante apenas que o investimento terá uma probabilidade maior de lucro do que de perda, e não que essa perda seja impossível.”

Isso significa que na hora de projetar os próximos cinco ou dez anos da companhia, é fundamental que o investidor crie três cenários em seu modelo: o básico, o otimista e o pessimista. O primeiro é um cenário projetado conforme a realidade atual da companhia, seu desempenho médio no passado e um cenário factível e bem provável de acontecer nos próximos anos. O caso otimista é com base no cenário anterior só que com algumas variáveis sendo trabalhadas mais positivamente. Ou seja, uma provável melhora relevante nas margens ou maior crescimento de receitas, por exemplo. Por fim, o cenário pessimista é altamente recomendado, pois, assim, o investidor consegue visualizar o provável risco que tem de investir nessa ação ao valor de mercado atual. Além disso, através desses cenários, o investidor consegue entender as variáveis que mais afetam a dinâmica de negócios de uma empresa e trabalhar em cima delas.

Dessa forma, subentende-se claramente o conceito de preservação de capital (tão mencionado) por trás da margem de segurança. Como a margem depende do desconto do preço em relação ao valor e esse cálculo de valor pode conter erros significativos, o importante é considerar um cenário que produza um valor que pode vir a ser menor que o preço e verificar o tamanho da “gordura” (tamanho da perda potencial). Isso tudo, pois por mais cauteloso que o investidor seja na escolha das premissas para sua projeção, ainda haverá incertezas em seu modelo. Afinal de contas, prever exatamente o que vai ocorrer no futuro é impossível.

Em outras palavras, não se deve escolher companhias para se investir que sob esses cenários pessimistas apresentam um valor muito abaixo do seu preço de mercado. O quanto exatamente fica a critério do investidor, mas algo como uma possível perda maior ou igual a 30% não é aconselhável. O bom investidor tem que estar atento ao risco que o negócio apresenta num cenário ruim e não só nos 50%, 80% ou mais de ganhos que pode ocorrer nos melhores cenários. Em relação ao risco, é fundamental respeitar a margem de segurança: a preocupação deve estar mais em quanto se pode perder com um investimento do que somente com quanto se pode ganhar. Uma sugestão

---

<sup>23</sup> HAGSTROM, Benjamin. O investidor inteligente. Capítulo 20. Editoria Nova Fronteira, 2007. Tradução de: The Intelligent Investor (4.ed. rev.).

para não se esquecer dessa idéia vem de um conselho do próprio Buffett<sup>24</sup>: “regra número um de um bom investidor: não perca dinheiro. Regra número dois: não esqueça a regra número um.” Preservação de capital visando retornos adequados no longo prazo é o nome desse jogo.

Para encerrar a discussão da margem de segurança, nada melhor do que mostrar sua eficácia afirmando que o risco não está nas ações dos investidores, mas neles próprios. Como disse Jason Zweig, nos comentários também ao capítulo vinte do livro *Investidor Inteligente*: “Em última instância, o risco financeiro reside não nos tipos de investimentos que você possui, mas no tipo de investidor que você é. Se você deseja saber o que é realmente risco, procure o espelho mais próximo. O que você olha de volta pra você é o *risco*.” E, assim, Zweig encerra seus comentários num trecho, que merece atenção, chamado “a aposta de Pascal”. Segue:

“O filósofo de investimento Peter Bernstein tem uma outra forma de resumir isso. Ele recupera Blaise Pascal, o grande matemático e teólogo francês (1623-1662) que criou uma experiência mental na qual um agnóstico deve apostar se Deus existe ou não. Essa pessoa deve colocar em jogo sua conduta nesta vida mortal; a premiação da aposta é o destino de sua alma após a vida. Nessa aposta, Pascal afirma: “a razão não tem como decidir” a probabilidade da existência de Deus. Ou Deus existe ou Ele não existe, e apenas a fé, não a razão, pode responder a essa pergunta. No entanto, embora as probabilidades da aposta de Pascal sejam desconhecidas, as conseqüências são perfeitamente claras e completamente certas. Como explica Bernstein:

*Suponhamos que você aja como se Deus existisse e leve uma vida virtuosa e abstinência, quando na verdade Deus não existe. Você terá deixado de desfrutar alguns prazeres da vida, mas também haverá recompensas. Agora, suponha que você aja como se Deus não existisse e leve uma vida pecaminosa, egoísta e de luxúria, quando na verdade Deus existe. Você pode ter se divertido durante o tempo relativamente breve de sua vida, mas quando o dia do julgamento chegar você estará em apuros.*

Bernstein conclui: “Ao tomarmos decisões em condições de incerteza, as conseqüências devem dominar as probabilidades. Nunca sabemos como será o futuro.” Logo, o investidor inteligente deve focar não apenas em fazer uma análise correta. Ele também deve se proteger contra perdas caso sua análise esteja errada, como até mesmo

---

<sup>24</sup> SCHROEDER, Alice. *A bola de neve – Warren Buffett e o negócio da vida*. GMT Editores Ltda, 2008;

as melhores análises estarão, pelo menos, ocasionalmente. A probabilidade de cometer pelo menos um erro em algum momento de sua vida de investimentos é quase de 100%, e essas probabilidades estão inteiramente fora de seu controle.” Por fim, Jason Zweig finaliza também citando a bolha da Internet como já mencionada anteriormente: “No entanto, você *tem* controle sobre as conseqüências do erro. Muitos “investidores” colocaram quase todo seu dinheiro em ações ponto-com em 1999. Uma pesquisa on-line com 1.338 americanos, realizada pela revista *Money* em 1999, revelou que quase 10% deles tinham, pelo menos 85% de seu dinheiro em ações de internet. Ao ignorar a recomendação de Graham de estabelecer uma margem de segurança, essas pessoas escolheram o lado errado da aposta de Pascal. Certas de que conheciam as probabilidades de acerto, elas não fizeram nada para se proteger das conseqüências do erro.”

Nessa linha de raciocínio, o investidor terá suas projeções realizadas e calculará o valor justo da companhia através de um **fluxo de caixa descontado**. A questão da margem de segurança ficará bem visível em sua aplicação. Vale mencionar que os profundos conhecimentos de Aswath Damodaran, professor de finanças na faculdade de Administração Leonard N. Stern da New York University e especialista em finanças foram amplamente consultados na construção dos raciocínios e tabelas abaixo.

O fluxo de caixa descontado relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos aquele ativo. O de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. Essa capacidade, e, portanto, sua capacidade de criação de valor é movida pelo crescimento no longo prazo e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao custo do seu capital. Esse método é o mais utilizado para avaliar ativos, pois é consistente por separar questões financeiras e operacionais, é flexível para acomodar circunstâncias particulares e pode ser construído a partir das demonstrações financeiras, o que possibilita a identificação de premissas de valor. Sua fundamentação está na regra de valor presente, onde o valor da empresa é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados. A forma de se calcular um fluxo de caixa será explicado adiante, mas a conta final básica para se chegar ao valor da empresa é:

**Ilustração 28: Cálculo do valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado**

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{\text{WACC}^t}$$

Onde: FCFF<sub>t</sub> = Fluxo de Caixa Livre da Empresa no período t  
WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

Fonte: DAMODARAN, Aswath, *Avaliação de Investimentos*, 5ª reimpressão, Qualitymark Editora.

Chegou o momento de o investidor refinar sua análise e projeções estabelecendo quais premissas que irá usar no modelo de uma companhia. Afinal de contas, cada uma tem seu próprio modelo e atua em nichos de mercado diferentes. Ao juntar suas projeções e calcular o fluxo de caixa esperado, o investidor estará determinando o valor presente de suas empresas analisadas. Cabe aqui não cometer três equívocos:

**i) Avaliação econômica financeira de ativos tem pouco valor prático.**

Pelo contrário, é necessário analisar a qualidade dos investimentos da empresa atual para poder ter uma idéia de como ela estará no futuro próximo. Para isso, como explicado no “princípio de negócios”, é preciso observar o mercado de atuação da companhia, características que garantem sua competitividade e o plano de negócios para execução de sua estratégia.

**ii) Preço e valor devem ser sempre usados como sinônimos.**

Valor é um conceito essencialmente teórico e estável baseado exclusivamente nos fundamentos da empresa. Já o preço varia constantemente e é influenciado pelo movimento diário do mercado. Por isso, muitas vezes o mercado não reconhece o valor da empresa.

**iii) Valor, uma medida econômica precisa.**

Um equívoco freqüente de “investidores-analistas” é a busca pelo “valor certo”. Essa crença normalmente gera uma avaliação extremamente minuciosa, onde o analista pode perder o foco nos fundamentos do negócio, transferindo-o para os detalhes. Determinar o valor é essencial, mas bom quando usado como um parâmetro para o investidor e não algo como fixação principal do investidor.

Como, então, chegar nesse valor intrínseco da companhia? De acordo com o método do fluxo de caixa descontado, deve-se projetar a geração de caixa operacional

da empresa por um determinado período e assumindo-se sua continuidade operacional após este. Posteriormente, os valores projetados são trazidos a valor presente utilizando-se uma “taxa de desconto”, que reflita o risco de se obter, de fato, os resultados projetados. Seguem os passos fundamentais para a adequada adoção da metodologia do fluxo de caixa descontado:

### 1. Identificar os fluxos operacionais relevantes.

A qualidade dos resultados obtidos pela aplicação deste método depende diretamente da capacidade de se identificar as variáveis relevantes de projeção para a empresa e da razoabilidade das premissas utilizadas no exercício de projeção de resultados. Deve-se manter sempre em mente que o modelo de projeção eficiente é aquele que combina máxima simplicidade com capacidade de identificar as principais variáveis de projeção. O objetivo final é a projeção do chamado EBIT, ou melhor, resultado operacional.

Segue cálculo do EBIT:

#### Ilustração 29: Formulação do cálculo do Resultado Operacional

	<b>Receita Bruta</b>
(-)	Impostos e deduções
(=)	<b>Receita Líquida</b>
(-)	Custo Produto Vendido (CPV)
(=)	<b>Lucro Bruto</b>
(-)	Despesas Operacionais
	<i>Gerais e Administrativas</i>
	<i>Despesas Comerciais</i>
	<i>Outras despesas</i>
(=)	<b>EBIT (Resultado Operacional)</b>

Fonte: Elaboração própria

É importante citar que como se busca determinar o valor das operações das companhias, em Despesas Operacionais não entra o Resultado Financeiro (Receita Financeira - Despesa Financeira) justamente por não se avaliar o ganho ou a perda financeira que uma empresa possui, mas, sim, o quanto vale o negócio dela. Lembrando que apesar dessa avaliação financeira não ser contabilizada aqui, ela é vital ao longo da análise como mencionado no caso da Sadia anteriormente.

Portanto, para calcular uma perspectiva de Resultado Operacional dos próximos anos, o investidor deve, por um lado, projetar receita e, por outro lado, projetar custos e

despesas. Receitas são usualmente projetadas como função dos preços e dos volumes vendidos, sendo que para a projeção destes geralmente são utilizados: relatórios da própria companhia, setoriais sobre tendências da indústria e macroeconômicos (aumento da renda disponível, crescimento populacional, inflação, etc). Os custos são usualmente projetados como um percentual das vendas, sendo para tais utilizados dados de margem históricos da própria empresa e do setor. Devem ser considerados nessas projeções: estrutura da indústria como número de participantes, poder de barganha, barreiras a entrada, existência de produtos substitutos, tendência de mercado, etc, e correlação com variáveis macroeconômicas. Por fim, as despesas com vendas, gerais e administrativas são usualmente projetadas também como um percentual só que das vendas líquidas e devem ser considerados: existência de economia de escala, possibilidade de aumento da eficiência da empresa e/ou mudanças nas políticas de vendas e distribuição.

## **2. Determinar o valor do fluxo de caixa a ser descontado.**

A partir dos resultados operacionais projetados, devem-se processar ajustes para se chegar aos valores de fluxo de caixa finais (FCF). De forma geral, estes ajustes normalmente resumem-se a: i) chegar num resultado operacional de cada ano já descontado o imposto, aplicando-se a taxa de imposto de renda e contribuição social efetiva da empresa. Como visto na figura abaixo, está sendo aplicada a taxa de 34%<sup>25</sup>; ii) subtrair os investimentos permanentes totais (CAPEX) necessários para permitir a continuidade operacional da empresa; iii) somar o valor das despesas contábeis que não representam desembolsos efetivos de caixa (amortizações e depreciações). Essas são estimadas partindo-se da premissa de que o ativo imobilizado, bem como CAPEX do período de projeções, será linearmente depreciado. Basta calcular uma taxa média de depreciação e amortização<sup>26</sup> histórica para usar como parâmetro e depois calcular as depreciações e amortizações calculadas sob o imobilizado bruto da companhia; e iv) somar ou subtrair (por isso o sinal já indicado como negativo na figura) o valor da variação do capital de giro projetado, ou seja, a variação anual projetada no capital circulante líquido da empresa (diferença entre os ativos e passivos circulantes). O capital de giro pode ser estimado como um percentual da receita da companhia ou um número de dias para transformar receita em caixa.

---

<sup>25</sup> É a alíquota marginal de impostos no Brasil (15% de IRPJ com adicional de 10% além de 9% referente à Contribuição Social sobre Lucro Líquido).

<sup>26</sup> Taxa = depreciação e amortização total sobre a média do imobilizado bruto no período.

Ilustração 30: Parte do modelo de fluxo de caixa descontado

	Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	(R\$ mil)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	EBIT									
<i>Ebit*(1-t)</i>	EBIT (1-t)									
	(-) CAPEX total									
	(+) Depr./Amort.									
	(-) $\Delta$ Cap. Giro									
	FCF									
										<b>t</b> 34,00%

Fonte: Elaboração própria

### 3. Determinar o período da projeção.

O fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado por um período de tempo durante o qual se consiga visualizar e prever, com razoável confiança, o comportamento das variáveis operacionais e macroeconômicas relevantes. Usualmente, o período de projeção explícita varia de 5 a 10 anos.

### 4. Calcular o Valor da Perpetuidade.

Ao final do período de projeção escolhido, os fluxos de caixa de anos não projetados poderão ser estimados de forma simplificada, tornando-se como base o valor de geração de caixa do último ano de projeção aplicado uma taxa de crescimento.

Ilustração 31: Perpetuidade

	Período	9
	(R\$ mil)	2018 <u>PERP</u>
	EBIT	
<i>Ebit*(1-t)</i>	EBIT (1-t)	
	(-) CAPEX total	
	(+) Depr./Amort.	
	(-) $\Delta$ Cap. Giro	
	FCF	
		<b>G</b> 4,5%

} \*(1+G)

Fonte: Elaboração própria

Isso significa pegar o último ano da projeção, aqui sendo 2018, e multiplicar cada valor pela taxa de crescimento de 4,5%. Recomenda-se ser esse valor, pois a

projeção média do mercado para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro é de 4,5% no longo prazo<sup>27</sup>. Portanto, na verdade, está projetando a perpetuidade dessa companhia a um crescimento real nulo. Mesmo com esse conservadorismo, Damodaran recomenda que se coloque na conta a perpetuidade, pois trabalhar com a idéia que a operação da empresa acabaria no último ano da projeção seria algo errôneo.

### 5. Estimar a taxa de desconto.

A taxa de desconto a ser utilizada para trazer os fluxos de caixa a valor presente é aquela que melhor reflete a incerteza. Empresas de capital aberto podem estimar seu custo de capital, tanto de dívida quanto de capital próprio, a partir, principalmente, de estatísticas de comportamento do preço de suas ações em bolsa. O custo de capital total de uma empresa (WACC, do inglês, *Weighted Average Cost of Capital*) é a principal referência de taxa de desconto a ser utilizada na avaliação econômica pelo método do fluxo de caixa descontado. O WACC é a média ponderada entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros, na respectiva participação destes na estrutura de capital da companhia. A abordagem sugerida por Damodaran para empresas brasileiras toma como base os dados do mercado norte-americano. Por isso, alguns dados são adicionados para refletir a realidade brasileira como será visto adiante. Seus principais componentes são:

$$WACC = K_d * (1-t) * DT / (DT+EV) + K_e * EV / (DT+EV), \text{ onde:}$$

**Fonte:** Elaboração própria com base em: DAMODARAN, Aswath, *Avaliação de Investimentos*, 5ª reimpressão, Qualitymark Editora.

- $K_d$  é o custo do capital de terceiros;
- $t$  é a alíquota marginal de impostos;
- $DT$  é o capital de terceiros – dívida;
- $EV$  é o capital próprio;
- $K_e$  é o custo do capital próprio;

Sintetizando, assim como na equação acima, o WACC é calculado da seguinte forma:

---

<sup>27</sup> Vide Relatório Focus de 23 de abril de 2010 do Banco Central do Brasil.

**Ilustração 32: Cálculo do WACC**

<b>WACC</b>	<b><math>K_e*(1-DT/EV)+K_d*(1-t)*(DT/EV)</math></b>
Ke	RF+(MP*β al.)+Risco Brasil+ Δπ BR/US
Kd	valor*(1-t)
DT/EV	teórico ideal
RF	4,00%
MP	5,00%
β	<b>volatilidade</b>
Δ π BR/US	<b>2,00%</b>
β al.	β *(1+(1-t)*(DT/MK))
Risco Brasil	<b>2,50%</b>
DT/ MK	Divida Total/Valor de Mercado
DT	último balanço
<b>EV</b>	<b>((# Ações * Cotação)+(DT-Caixa))</b>
# Ações	-
Cotação	último fechamento
DT	último balanço
Caixa	último balanço

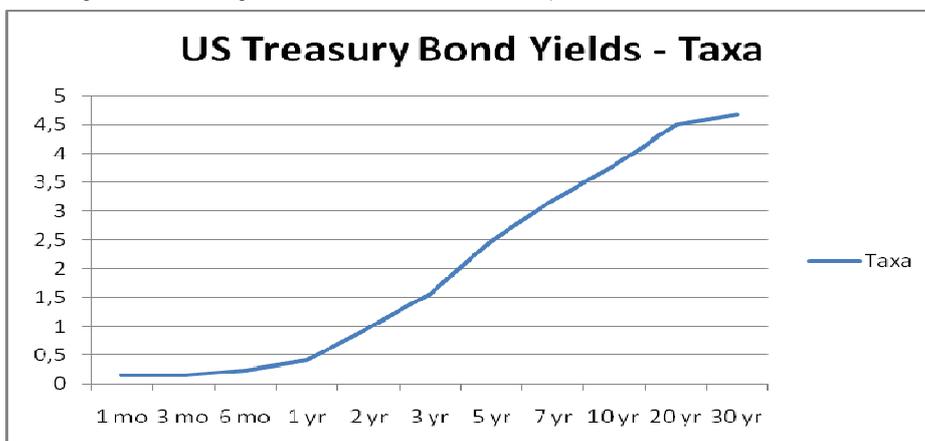
**Fonte: Elaboração própria**

O **custo de capital de terceiros** é o retorno exigido pelos credores sobre o capital fornecido à companhia. Dado que os juros são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, o custo da dívida deve ser considerado após impostos. Damodaran deixa explícito que teoricamente o custo a ser considerado deveria ser o da próxima captação: o custo marginal. Porém, esse nem sempre é conhecido, e, assim, é recomendado que se utilize a média ponderada do custo das dívidas atualmente existentes na companhia – por isso, a importância da análise de caixa x dívida como dita anteriormente.

O **custo de capital próprio** não é um custo explícito, e sim o custo de oportunidade incorrido pelos acionistas por investir em um negócio em vez de outros. Conceitualmente, o custo de capital próprio reflete o retorno exigido pelos acionistas sobre o montante investido na companhia. No seu cálculo estão envolvidos os seguintes parâmetros: taxa livre de risco, prêmio pelo risco de mercado, beta alavancado da empresa, risco Brasil e, por último, uma diferença básica entre a inflação brasileira e a norte-americana justamente para adequar o modelo ao cenário brasileiro. A taxa livre de risco corresponde ao retorno que poderia ser obtido em um investimento sem risco, ou

melhor, naquele considerado mais seguro do mundo. Na prática, o indicador mais utilizado é o título de 10 anos do governo norte-americano (*U.S. Treasury-Bond*). A sugestão é que se use 4%, pois é a taxa de maturidade atual to título em questão como indicado na figura abaixo:

**Ilustração 33: Evolução da curva do *US Treasury Bond Yields* com data base de 16/04/2010**



**Fonte:** Elaboração própria com base nos dados em [www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov)

O prêmio pelo risco de mercado é o retorno esperado da carteira de mercado que excede a taxa livre de risco. Na prática, o retorno histórico da carteira do mercado norte-americano (S&P 500) é considerado a melhor estimativa do retorno esperado para o mercado. Os valores utilizados como prêmio pelo risco de mercado variam entre 5 e 7%. Utiliza-se 5%, no caso, apenas para convencionar o padrão e o próprio Damodaran mostra que entre 1928-2006<sup>28</sup> o desempenho das ações superou o título do tesouro norte-americano em 6,57%, entre 1966-2006 em 4,13% e entre 1996-2006 em 5,14%.

O risco total de uma empresa possui dois componentes: risco específico do seu modelo de negócios (chamado de não sistemático) e o risco de mercado (sistemático). O beta é a medida padronizada do risco sistemático das empresas em relação ao mercado. Esse beta é calculado a partir da correlação entre os retornos do ativo e os retornos da carteira de mercado, ou seja, a covariância do retorno da ação com o retorno do mercado dividido pela variância do retorno do mercado. Portanto, esse beta mede a sensibilidade do ativo aos movimentos de mercado de forma que: beta igual a um significa que a empresa apresenta um risco igual ao do mercado; menor que um, os retornos da empresa são, em geral, menos sensíveis a flutuações que a média do

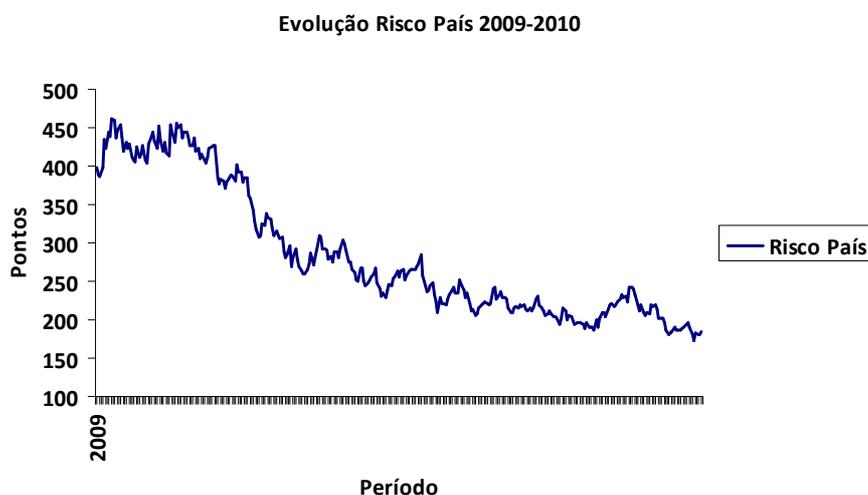
<sup>28</sup> Última estatística padronizada e atualizada pelo Damodaran, ver em: <http://pages.stern.nyu.edu/~damodar>

mercado e um beta maior que um que os retornos são mais sensíveis a flutuações que a média do mercado. Calculado esse beta, é preciso alavancá-lo conforme a situação de endividamento da companhia. Quanto maior a alavancagem financeira, maior será o risco incorrido pelos acionistas. Como se pode ver na figura acima, uma forma de alavancar esse beta é usar a relação dívida total (publicada no último balanço) sobre o valor de mercado – esse podendo ser usado como o valor médio dos últimos seis meses.

Além disso, a maioria dos investidores considera que países emergentes são inerentemente mais arriscados que países desenvolvidos. Logo, este maior nível de risco deve ser considerado na determinação do custo de capital através do risco país<sup>29</sup>.

Como se observa na figura abaixo, após apresentar reflexos da crise em 2009, o índice vem apresentando um desempenho abaixo dos 250 pontos num cenário já normalizado e com um cenário de crescimento do PIB entre 5-7% para 2010. Recomenda-se trabalhar com uma taxa de risco-Brasil de 2,5% no longo prazo – podendo até ser uma estimativa conservadora – acreditando que o país continuará no caminho do desenvolvimento.

#### Ilustração 34: Evolução risco-Brasil



Fonte: Elaboração própria com base nos dados extraídos de [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net)

Por fim, pelo fato de estar trabalhando com dados relativos à economia norte-americana, é preciso incluir a variação da inflação brasileira em relação à inflação dos

<sup>29</sup> O risco-país é um conceito econômico-financeiro que diz respeito à possibilidade de que mudanças no ambiente de negócios de um determinado país impactem negativamente o valor dos ativos de indivíduos ou empresas estrangeiras naquele país, bem como os lucros, dividendos ou royalties que esperam obter dos investimentos que lá fizeram. No Brasil, este conceito é o Emerging Markets Bond Index (Índice de Títulos de Mercados Emergentes) calculado pela JPMorgan. Fonte: Wikipedia.

Estados Unidos. Como se nota abaixo, num período de doze anos, o percentual dessa diferença foi de 3,9%, enquanto mais recentemente – em que o Brasil conseguiu estabilizar sua taxa de inflação – a média já cai para 2,0%. Dessa forma, trabalha-se com o valor de 2,0% considerando-se uma estimativa razoável para o longo prazo.

**Ilustração 35: Inflação brasileira sobre a inflação norte-americana entre 1998-2009**

Ano	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
BRL/USD	0,04%	6,09%	2,50%	6,03%	9,92%	7,28%	4,21%	2,20%	0,59%	0,36%	2,02%	5,03%
Média	98-09		3,86%									
Média	05-09		2,04%									

Fonte: Elaboração própria com dados coletados nos sites do Banco Central do Brasil e do Federal

## 6. Determinar o valor da empresa justo.

Explicado os parâmetros acima, cabe agora ao investidor aplicar cada valor em suas fórmulas e chegar num valor justo para a empresa analisada, a fim de obter uma idéia de quanto vale o negócio. Isso se torna mais fácil visualizando a figura abaixo:

**Ilustração 36: Determinando valor da empresa justo**

Período (R\$ mil)	1 2010	2 2011	3 2012	4 2013	5 2014	6 2015	7 2016	8 2017	9 2018	PERP
FCF										
Vi. Pres. FCF	$FCF / (1+WACC)^{\text{(cada período)}}$									
$\Sigma$ VP FCF	somatório valores presentes 10-18									
Valor Perpetuidade	FCF na perp./ (WACC-G)									
VP Perpetuidade	Valor acima / $(1+WACC)^{\text{(últ. Período)}}$									
Valor da Empresa	$\Sigma$ VP FCF + VP Perp.									
Dívida Líquida	último balanço									
Valor da Empresa c/ Div.	Valor da Empresa - Div. Líq.									
# Ações (mil)	-									
Preço-alvo	Valor da Empresa c/ Div / # ações									
Valor da Empresa Justo	Preço alvo * # ações									

Fonte: Elaboração própria

O que o investidor precisa fazer é partir do Fluxo de Caixa Final (FCF) mencionado anteriormente e trazer a valor presente pra cada ano conforme a taxa de desconto calculada (WACC). Após esse cálculo, basta fazer um somatório de todos esses valores presentes consolidando-os no “ $\Sigma VP$  FCF”. Em seguida, é preciso calcular aquele valor da perpetuidade já que o negócio não irá acabar em 2018 e também trazê-lo para valor presente. Conseqüentemente, o valor inicial da empresa encontrado será o somatório dos valores presentes (fluxos de caixa finais e perpetuidade). Porém, a companhia hoje já apresenta um saldo de caixa e possivelmente de dívida. Sendo assim, é preciso calcular a dívida líquida – dívida total menos as disponibilidades totais – e subtrair do valor da empresa. Subtrair, pois se for positivo, ou seja, mais dívida do que caixa, o valor da empresa terá que ser menor. Caso contrário, sendo negativo, ou seja, menos dívida do que caixa, o sinal menos com menos irá adicionar, na verdade, um caixa líquido ao valor da empresa. Por último, fazendo a conta pelo número de ações publicadas, o investidor consegue calcular o valor da empresa justo e um preço-alvo para a ação comparando com o preço de mercado.

Enfim, dessa forma o investidor irá conseguir atribuir um valor que o negócio vale hoje. É necessário percorrer estes longos caminhos matemáticos, pois através deste exercício os investidores podem aperfeiçoar sua visão estratégica, desenvolver a capacidade de interação com a empresa quanto a objetivos e premissas melhor fundamentando sua avaliação. Adicionalmente, essa avaliação irá auxiliá-lo na tomada de decisão seja para compra ou venda das ações. Por último, fica evidente a importância da margem de segurança que tentará sempre minimizar o risco da tomada de decisão do investidor.

#### **3.4.4. Princípios de Gestão:**

O último princípio, mas longe de ser o menos importante – até porque é discussão do próximo capítulo –, envolve um lado mais qualitativo da análise. Ao longo de todo o estudo quantitativo das companhias, o investidor deve estar também atento às questões qualitativas. Essas envolvem basicamente a questão da governança corporativa e a qualidade e racionalidade da equipe de gestão das empresas.

O investidor precisa incorporar a idéia de só comprar ações de companhias que são administradas por uma equipe de gestão de qualidade. Afinal de contas, um ótimo

negócio com um administrador ruim se torna um péssimo negócio. Já um negócio mais ou menos com um ótimo administrador pode se tornar um ótimo negócio. Nesse sentido, três perguntas precisam permear a análise<sup>30</sup>:

- A equipe de gestão é racional e confiável?
- Os administradores são preocupados com os acionistas?
- Os executivos da empresa resistem à imposição institucional?

Ao longo da análise é evidente que o grande ponto que os investidores precisam buscar é o de observar se os administradores estão agindo como donos da companhia. Isso é muito positivo, pois alinha o objetivo da empresa como um todo que irá refletir num aumento do valor para o acionista e para os próprios executivos, e, assim, esses tendem a adotar decisões racionais para alcançar tal objetivo. Ficará evidente que acionistas ou investidores não são inimigos dos executivos ou controladores das empresas. Pelo contrário, são seus maiores aliados já que ambos visam o mesmo objetivo: valorização dos negócios – até por boa parte dos bônus dos executivos virem do desempenho das ações. Assim, além de tópicos específicos de governança corporativa que serão relatados no próximo capítulo, recomenda-se que o investidor já esteja atento a três pontos específicos: racionalidade, franqueza e imposição institucional.

A racionalidade se refere ao entendimento da alocação de capital da companhia, ou seja, entender a razão por trás da estratégia financeira elaborada pela equipe de gestão. Decidir o que fazer com o lucro da empresa no período – retornar em forma de dividendos para os acionistas ou reinvestir no próprio negócio – é o grande desafio dos executivos. Esse quesito é ainda mais importante quando a companhia já atingiu certo grau de maturidade. Isso pelo fato da taxa de crescimento já não ser tão elevada e sua operação gerar um caixa maior do que sua necessidade de desenvolvimento e custos operacionais. Cabe ao investidor observar como as empresas estão alocando seus lucros e isso basicamente costuma ocorrer através dos seguintes modos: i) se o caixa reinvestido internamente pode gerar um retorno sobre o patrimônio maior do que o custo de capital, então a companhia deve reinvestir todo seu lucro; ou ii) reinvestir o lucro nas operações da companhia a uma taxa menor do que o custo de capital e ser uma atitude irracional. Infelizmente, é muito comum isso acontecer. Caso esse segundo

---

<sup>30</sup> HAGSTROM, Robert. **The Warren Buffett Way**. Segunda Edição. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

modo seja escolhido e a empresa continue reinvestindo seu lucro de forma irracional, o caixa vai se tornar um recurso ocioso. Conseqüentemente, retornos ruins com posição elevada em caixa irão gerar um preço baixo da ação. Uma possível solução é a companhia já madura comprar crescimento adquirindo outra empresa – até por ter situação confortável em caixa e poder realizar aquisições seletivas. Mas, aqui, fica a recomendação que o investidor também precisa avaliar muito bem as aquisições realizadas pelas empresas, pois é preciso ter racionalidade por trás do crescimento e da estratégia como um todo da companhia.

A franqueza está ligada às atitudes sinceras dos executivos das empresas. É preciso analisar os administradores que em seus relatórios anuais divulguem os erros, acertos, méritos e fraquezas transmitindo a preocupação com os acionistas. É extremamente positivo quando a empresa divulga informações relevantes e não apenas relata o movimento dos seus números financeiros trimestrais ou anuais que são auto-observáveis. O relatório da administração tem que ajudar os analistas e investidores a: i) descobrir quanto vale a companhia; ii) qual é a probabilidade da empresa de cumprir suas obrigações futuras e iii) quão bem está sendo executada a estratégia de longo prazo.

Um ponto fundamental, mas infelizmente ainda pouco praticado pelas empresas é de ter humildade no reconhecimento e divulgação de seus erros. Mesmo sendo natural e inevitável que a maioria das empresas adote estratégias erradas, seus executivos dificilmente aceitam assumir seus erros. Realmente, ao reconhecer os erros, os administradores têm mais chance de conseguir corrigi-los e de forma mais rápida. E, ao contrário, a maioria dos relatórios vem com um excesso de otimismo ao invés de explicações honestas.

Um exemplo recente a ser seguido foi a Telesp que sofreu uma suspensão da venda de seu aparelho de banda larga por parte da Anatel<sup>31</sup>. Segue trecho do seu relatório<sup>32</sup> referente ao terceiro trimestre de 2009 em que a companhia assume o erro, a punição da agência reguladora, e, ao mesmo tempo, já menciona sua estratégia adotada para reverter a situação: “(...), a Anatel determinou à Telesp a suspensão temporária da comercialização do Serviço Speedy. A Anatel solicitou à Companhia que elaborasse em até 30 dias um plano para garantir a fruição e a disponibilidade do Serviço Speedy, contendo medidas de planejamento de contingência, gerenciamento de mudanças,

---

<sup>31</sup> Agência Nacional de Telecomunicações

<sup>32</sup> Ver em [www.telefonia.net.br/investidores](http://www.telefonia.net.br/investidores)

implantação de redundância de redes e sistemas críticos, planejamento operacional e cronograma correspondente. Em 26 de junho de 2009, o Plano de Estabilidade foi apresentado à Agência, antes do prazo previsto, contendo medidas para estabilização da rede (...). Em 17 de julho de 2009, a Telesp informou a Agência a conclusão da implantação do Plano de Estabilidade. Adicionalmente, a Companhia realizou uma completa reformulação na área de atendimento, com programas de treinamento, um novo modelo de avaliação e ampliação da quantidade de atendentes, garantindo uma nova experiência de relacionamento com o cliente. Em 27 de agosto de 2009, após o recebimento da notificação pela Agência, a Telesp retomou a comercialização do Serviço Speedy com mais segurança e confiabilidade. Como resultado, foi registrado nos 4 primeiros dias um volume de ligações 2,5 vezes superior à média histórica, uma melhora expressiva na pesquisa de opinião com novos clientes, além de uma forte redução do número de reclamações.”

Por último, há a questão da imposição institucional, ou seja, por que certas atitudes mesmo não sendo positivas para a companhia acabam sendo tomadas? Porque se cria um ciclo em que os administradores de uma empresa querem imitar as estratégias das concorrentes. Aparentemente, pode parecer que os administradores só adotam as estratégias certas, mas no mundo corporativo o jogo é bem diferente justamente pela presença da imposição institucional. É muito mais fácil seguir as que estão dando certo e tentar ir pro mesmo caminho de sucesso. Porém, erros e fracassos acontecem como se observa na mídia diariamente com notícias sobre falências ou situação financeira à beira do colapso de muitas companhias de capital aberto.

Justamente, aqui, que o papel do investidor pode ser fundamental. Já em 2001, Buffett declarou no relatório da sua companhia, Berkshire Hathaway, que ele estava incomodado com o fato dos acionistas estarem sofrendo com certos retornos de investimentos, enquanto os presidentes da maioria das empresas estavam ganhando milhões de dólares. Os executivos estavam vendo os acionistas como inimigos e não como parceiros. A crise de 2008-2009 acabou estourando e a questão de bônus astronômicos veio à tona como Warren Buffett já estava incomodado. Quem sabe a partir de agora, essa relação acionistas x executivos se torne mais saudável e transparente, já que na crise todos sofrem.

Enfim, esses quesitos qualitativos geram valor na ação além de serem cruciais para determinar o sucesso e a lucratividade de uma companhia. É exatamente esse aspecto qualitativo chamado governança corporativa que será abordado em seguida.

## **4. Papel da governança corporativa:**

O desenvolvimento da governança corporativa nos últimos anos pode ter sido conturbado, mas foi ininterrupto. Um conjunto de marcos legais e iniciativas espontâneas caminharam lado a lado com a crença de que as práticas da boa governança são de grande importância para gerar valor para as organizações e fortalecer o mercado acionário. No Brasil, os progressos foram significativos e têm um perfil definido: adesão às boas práticas de governança não decorre apenas da força da legislação, mas da constatação de que o investidor reconhece as vantagens da governança. Isso abre cada vez mais caminho para um novo modelo de empresa e de relacionamento com seus acionistas.

Nesse sentido, tanto tem se falado em governança corporativa que esta expressão acabou ficando bastante popular entre os profissionais do mercado financeiro. Porém, o termo virou modismo e muitas vezes usado fora de seu propósito. Infelizmente, o conceito tem sido proposto por agentes sem cultura empresarial para entendê-la e implementá-la na realidade. Para evitar que esse modismo atrapalhe o desenvolvimento de uma cultura positiva para o mercado, é necessária uma reflexão e avaliação sobre o tema. Afinal, o que é governança corporativa? Para que serve? Por que é importante? Como o investidor deve incluir isso ao longo da sua análise de empresas? E quais os critérios que o investidor deve ficar atento? Todas essas perguntas serão respondidas ao longo deste capítulo transmitindo a idéia de que a governança corporativa é uma ótima ferramenta para o investidor aliada à análise fundamentalista.

### **4.1. Origem da Governança Corporativa:**

Pode-se dizer que a origem da governança vem desde o século XVII através das “companhias licenciadas”, ou seja, as sociedades por ações que monopolizavam o grande comércio internacional da época. Essas possivelmente foram as precursoras da empresa moderna. Um exemplo clássico é a Companhia das Índias Orientais britânica que nasceu em 1600 sendo concedida pela rainha Elizabeth I. No caso, em 1611, essa Companhia “garantia retorno aos investidores de 148% e a primeira emissão de ações da companhia, entre 1613 e 1616, arrecadou 418 mil libras.”<sup>33</sup> Eram os primeiros passos

---

<sup>33</sup> Trecho retirado de: IBGC, Uma década de governança corporativa. Editora Saraiva e Saint Paul Editora, 2006.

do que viria a ser o mercado acionário. Essas Companhias foram as primeiras a darem vida à idéia da governança corporativa, pois uniram acionistas e administradores para decidir a alocação de capital e distribuição de lucros pela primeira vez.

A idéia da governança – por mais que nem se concebesse esse termo na época – também foi impulsionado pelo analista e filósofo Adam Smith que era cético em relação aos administradores com o seguinte argumento<sup>34</sup>: “sendo administradores do dinheiro dos outros e não do seu próprio, não se pode esperar que fiquem de olho nele com a mesma vigilância ansiosa com que os sócios de uma parceria privada freqüentemente vigiam o próprio dinheiro.” Tanto que muitas dessas Companhias vieram a falir por questões administrativas.

Já em 1611, os investidores da Companhia Holandesa das Índias Ocidentais foram os primeiros a transacionar ações na bolsa. Os diretores já tinham em suas metas o objetivo de maximizar lucros para os investidores. Nas assembléias gerais praticamente todos os acionistas estavam presentes até por já ter sido adotada a idéia de que todos tinham direito a voto. Estava nítido que algum sistema de governança era o caminho para superar os conflitos sobre questões não relatadas em algum contrato pré-estabelecido entre as partes (executivos e investidores). Portanto, as sementes dessa concepção têm como origem as grandes corporações de comércio de séculos atrás e que vieram a se desenvolver significativamente a partir do começo do século XX no mercado norte-americano. Tanto que apenas em 1933 que a Bolsa de Valores de Nova York passou a exigir que as companhias nela registrada apresentassem seus balanços de forma padronizados e auditados.

E foi só de uns vinte anos para cá que a expressão “governança corporativa” vem, de fato, sendo utilizada nos Estados Unidos. A expressão “corporativa” vem do desenvolvimento do capitalismo anglo-saxão e a expressão “governança” vem de Shakespeare que utilizava para se referir ao poder que os papas da religião católica tinham para legislar em nome de Deus. A combinação das duas palavras “pode ser entendido como a atribuição aos acionistas, do poder supremo em relação à gestão de sua empresa, embora respeitando os direitos dos demais participantes do processo de Governança Corporativa.”<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Trecho retirado de: IBGC, Uma década de governança corporativa. Editora Saraiva e Saint Paul Editora, 2006.

<sup>35</sup> Trecho retirado de: VENTURA, L. C. “Governança Corporativa e sua Aplicação dos Fundos de Pensão”, Anais do 22º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão. Brasília: ABRAPP, 2000

## **4.2. Essência da Governança Corporativa:**

Na cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de junho de 2002 sob o nome “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, há a seguinte definição sobre o assunto: “Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

A análise das práticas de governança ajuda na decisão de investimento, pois é a segurança que determina o nível e as formas de atuação da companhia. O objetivo é o aumento de seu valor, já que boas práticas de governança causam redução do seu custo de capital, aumentando, assim, a viabilidade do mercado acionário como alternativa de capitalização para as empresas. Basta mencionar que companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os próprios reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. Sendo assim, o conceito abrange a forma de se administrar a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos. O ponto central da governança é melhorar o desempenho da companhia e fazer com que esses ganhos sejam gerados para todos os agentes envolvidos.

Várias coisas passaram a fazer parte do cotidiano de trabalho dos investidores e das próprias companhias, como: estimular práticas corporativas visando adequar a estrutura de capital das empresas, aperfeiçoar os comitês de controle e monitoramento internos, melhor especializar e preparar as áreas de relações com investidores (RI), incentivar a transparência e a comunicação entre os controladores e os demais acionistas e assim por diante. A partir de então, a análise profundamente fundamentalista ganha um novo aliado que é uma análise ativa e bem qualitativa chamada governança corporativa. Justamente por essa governança envolver diversos grupos ao redor da companhia, ela apresenta uma pluralidade de definições. Para investidores ela está relacionada à proteção e segurança. Para os acionistas já é sinônimo de democracia. Ao mesmo tempo, para os executivos é responsabilidade perante a instituição e aos agentes envolvidos. E para a companhia como um todo é o modo de ser transparente. Logo, governança corporativa, em uma só palavra é valor. É valor que se gera e se distribui.

A governança corporativa, em sua essência, se torna ainda mais importante quando nota-se que a atividade de investimento é uma arte e não apenas uma ciência exata. É evidente que a análise setorial, financeira e quantitativa é fundamental, mas a avaliação qualitativa é essencial para se completar uma boa análise. Afinal de contas, a subjetividade está indiretamente em todas as decisões do investidor. É claro que a determinação do valor da empresa justo cabe ao quantitativo, mas a percepção do DNA e dos princípios que sustentam a companhia também desempenha papel decisivo na hora do investimento. E esse DNA que basicamente compõem a essência da governança corporativa é o alinhamento de interesses, ou seja, os acionistas controladores e minoritários estão olhando para mesma direção? Quais as prioridades de cada um? Esse respeito e alinhamento é o ponto de partida para um bom relacionamento entre a corporação e investidores. Conseqüentemente, uma companhia que zela pela governança e adota boas condutas no seu dia-a-dia tem que ser reconhecida de forma diferente.

Por fim, resta dizer que a governança corporativa é um diferencial competitivo. Mas, humildemente, é preciso reconhecer que a governança não é garantia de sucesso. Até porque não adianta olhar só para isso e não ver que o negócio da companhia está saturado, que a concorrência é acirrada e que a situação financeira está complicada. A governança corporativa tem que ser encarada como uma ferramenta a mais da análise. Até porque mesmo sem ter condições exatas de quantificá-la, a governança interfere positivamente na análise de um investimento. Isso é uma tendência geral e há extrema correlação entre o bom desempenho empresarial com companhias transparentes. Tanto é que as empresas estão cada vez mais orientadas nesse sentido atendendo as exigências cada vez maiores dos investidores que não estão mais dispostos a correr riscos que podem muito bem ser evitados.

### **4.3. Governança Corporativa no mundo e no Brasil:**

Como foi mencionado, a governança corporativa vem ganhando força nesses últimos vinte anos nos Estados Unidos e na Inglaterra. Só mais recentemente que ela se espalhou para outros países.

O sistema de governança corporativa instituído pelas empresas depende do ambiente institucional no qual estão inseridas, ou seja, depende em boa parte das condições específicas de cada país. Cabe ao Estado modelar a formação do mercado de

capitais local e o grau de proteção que se dará aos investidores. Dependendo do tipo de modelo instituído é que o modelo de governança das empresas será influenciado. Por isso, os países apresentam diferenças entre o sistema de governança corporativa das suas empresas. A seguir é apresentada a situação de alguns países.

**i) Estados Unidos:**

A característica mais visível de governança da maioria das empresas norte-americanas é a pulverização do seu controle acionário, ou seja, não há a presença de acionistas controladores no negócio. Logo, os acionistas acabam tendo pouca força para influenciar ou modificar as políticas definidas pelos executivos da companhia.

A governança corporativa surgiu nos Estados Unidos na década de 1980 justamente por estar ocorrendo diversos casos de abuso de poder e expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos executivos. Afinal de contas, esses dominavam os Conselhos de Administração. Com essa situação, o ativismo de alguns investidores foi essencial para resultar em mudanças nas práticas de governança corporativa das empresas norte-americanas ao longo da década de 1990. Esse ativismo se baseava na união de forças de acionistas minoritários para elegerem um conselheiro independente, ou seja, sem vínculo direto com a companhia, e, assim, gerar uma mudança na configuração desses conselhos. Isso resultou numa melhora imediata para muitas empresas, e, enquanto isso, muitas outras eram expostas na mídia em que ficava nítida a passividade de seus conselhos assim como (quando divulgadas essas informações) os pagamentos excessivos de salários aos seus executivos.

Os problemas de governança das empresas como a Enron e Worldcom tornaram-se clássicos da literatura corporativa, e tem que ser tomados como exemplos que devem ser evitados. Veja-se o tradicional caso da Enron que representou a pior crise de confiança enfrentada pelos Estados Unidos desde a Grande Depressão (1929-1933): a Enron chegou a ser a sétima maior companhia dos Estados Unidos e uma das maiores do mundo em distribuição de energia, gás natural e comunicações. Não dá para ter noção exata do faturamento real, já que a administração utilizou uma estratégia contábil para manipular os números das demonstrações contábeis, mas sabe-se que a empresa operava com enormes prejuízos há algum tempo. Após perceber que poderiam contabilizar os ganhos futuros como receita corrente, a administração da Enron manipulava suas demonstrações inserindo nos balanços receitas inexistentes aumentando a lucratividade e com isso faziam com que o preço de suas ações se

valorizasse no mercado. Além disso, a companhia necessitava de pareceres favoráveis das suas demonstrações contábeis e para isso contou com o aval e conivência da Arthur Andersen, empresa que auditava suas demonstrações e lhe prestava consultoria. A incompatibilidade das duas atividades exercidas pela Arthur Andersen na Enron era conflitante porque, se, por um lado, a auditoria tinha como função verificar as demonstrações financeiras da corporação de forma isenta e transparente, por outro, a atividade de consultoria estava diretamente relacionada à otimização de lucros e processos internos que muitas vezes se distanciam do dever de transparência da auditoria. Enfim, o caso Enron mostrou a fragilidade do sistema financeiro em relação às administrações e conivência com empresas de auditoria.

Nesse sentido, para que esse e outros casos sejam evitados, é necessária uma proteção adequada aos investidores por meio de órgãos que fazem a supervisão do bom funcionamento do mercado e, ao mesmo tempo, garante a aplicação da legislação corporativa. As próprias empresas podem elaborar suas diretrizes de governança corporativa e se atualizarem conforme a necessidade de novas exigências por parte dos investidores. Foi então que os Estados Unidos criaram a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) aprovada em julho de 2002 como contrapartida a esses escândalos corporativos. Essa lei regulamentou de forma rigorosa a vida corporativa apresentando-se como um elemento de renovação das boas práticas de conformidade legal – disciplina para cumprir normas legais e regulamentares –, prestação responsável de contas – padronizadas e auditadas por auditores independentes e com maior abertura de contas –, transparência e senso de justiça. Logo após a aprovação, a Securities and Exchange Commission (SEC), que regula o mercado de lá, editou normas regulamentares e tanto a Bolsa de Nova York (Nyse) quanto a Nasdaq aprovaram novos requisitos de governança corporativa para as companhias poderem ser listadas nas bolsas. A Lei SOX conseguiu fazer com que a boa governança e as práticas éticas não sejam mais produto de boas intenções, mas uma exigência legal. As novas exigências de transparência incluíram o controle, pelos conselhos, de remuneração e dos benefícios auto-atribuídos pela direção, rigorosa sintonia com as regras definidas pelos órgãos reguladores, comprometimento com a geração de valor para os acionistas e respeito aos direitos dos minoritários.

## **ii) Alemanha:**

O sistema de governança corporativa alemão vale ser mencionado pela criação original da idéia do Novo Mercado (ou no original, em alemão, *Neuer Markt*) que

remodelou a gestão das empresas e também colocou a Alemanha como um país a ser seguido em termos de boas práticas de governança.

O fortalecimento do mercado acionário alemão ocorreu em 1997 com a criação do Novo Mercado na bolsa de Frankfurt estabelecendo regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores fazendo com que as novas companhias alemãs já se estruturassem dentro dos padrões internacionais de governança corporativa. Esse novo nível de listagem tem como pré-requisitos essenciais um maior grau de transparência e maior proteção aos acionistas minoritários. Destaca-se ainda pelo lema “uma ação, um voto” – colocando todos os acionistas seja controlador ou minoritário no mesmo patamar de direito –, formalização da publicação de demonstrativos trimestrais e pela obrigatoriedade da presença de conselheiros externos no conselho administrativo.

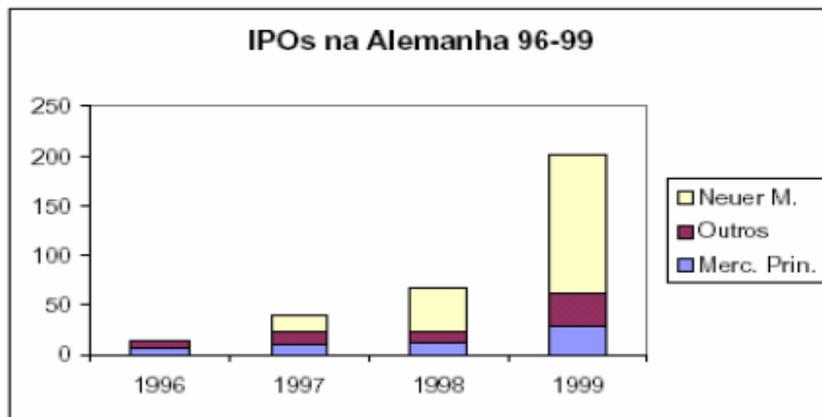
As empresas ao abrirem seu capital passaram a ter duas opções: entrar para algum dos segmentos tradicionais ou para o Novo Mercado. A diferença é que entrando nesse último, a empresa tem que assinar um contrato com a bolsa de Frankfurt estabelecendo regras restritivas visando oferecer proteção aos acionistas minoritários. Além disso, somente pode emitir ações ordinárias – ou seja, com direito a voto –, publicar demonstrativos trimestrais seguindo padrões contábeis internacionais (tanto em inglês quanto em alemão), os controladores não podem vender ações dentro do prazo de seis meses da abertura de capital – justamente para os interesses de todos ficarem alinhados – e outras características específicas. Como bem concluiu Antonio Gledson de Carvalho, Mestre em Economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo (USP)<sup>36</sup>: “O charme da experiência alemã foi perceber que uma reforma legislativa é necessária para modificar as regras referentes às empresas que já abriram seu capital, porém desnecessárias para as novas empresas que abrem o capital.”

Dessa forma, a grande falha do mercado acionário alemão que era o baixo nível de proteção aos minoritários estava resolvida. A figura abaixo corrobora esse argumento mostrando o sucesso do Novo Mercado através do elevado número de companhias que foram listadas nesse nível na bolsa de Frankfurt em 1998 e 1999 após sua criação em 1997.

---

<sup>36</sup> CARVALHO, Antonio. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, São Paulo v. 37, n.3, pag 19-32, julho/setembro 2002

**Ilustração 37: Lançamento de ações na Alemanha entre 1996-1999**



Fonte: SCHEINKMAN, J. “O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil”. Anais do XXI Congresso da Abrapp, 2000.

### iii) Brasil:

O caso brasileiro também não é diferente. Esse apresenta características específicas e vem passando por transformações em sua governança corporativa. Afinal de contas, por mais que se possa ouvir o termo “governança corporativa” desde meados da década de 1990, foi nos últimos dez anos que o Brasil deu um salto de qualidade no seu ambiente de negócios, principalmente no que diz respeito à relação com investidores no mercado acionário.

Até meados da década de 1990, a experiência brasileira não foi boa. Um círculo vicioso acabou sendo criado ao longo da década de 1970, quando foram concedidos benefícios fiscais ao investimento em ações e criados limites mínimos para que fundos de pensão investissem em ações. Dessa forma, algumas companhias abriram seu capital, pois esses incentivos significavam facilidades na obtenção de financiamento. Entretanto, esse cenário representava um incentivo artificial e perverso para a abertura de capital. Tanto que muitas empresas listadas não tinham vindo à bolsa pela motivação correta e nem tinham bom entendimento das verdadeiras vantagens de terem seu capital aberto.

Dessa maneira, por um lado, as companhias elaboraram uma política mínima de transparência com os investidores e, por outro lado, esses foram atraídos ao mercado acionário com incentivos inadequados: benefício fiscal e não um meio de investir em companhias, participar do seu modelo de negócios, se tornarem sócios e virem a lucrar seja com dividendos seja com a valorização da ação. As exigências dos investidores junto às empresas na questão de transparência e prestação de contas eram baixíssimas.

Isso pode ser observado no fato das companhias listadas na bolsa até meados de 1990 continuarem agindo como empresas fechadas, ignorando seus sócios e realizando operações prejudiciais aos minoritários envolvendo partes relacionadas e fusões e aquisições em condições injustas, ou seja, beneficiando apenas os acionistas controladores. Essa implementação contínua de práticas erradas em relação aos minoritários, aliados à instabilidade econômica, acabou criando uma considerável distorção entre o preço das ações e o valor intrínseco das companhias. Dessa forma, as companhias fechadas não tinham estímulo para abrirem seu capital em vista do baixo preço que o mercado se propunha a pagar por suas ações, pois o desconto exagerado imposto pelo mercado não levaria à almejada redução de custo de capital.

Pelo lado dos investidores, o cenário também estava complicado. Esses exigiam grandes descontos para comprar ações de companhias pouco transparentes e com potencial risco de destruir valor ao longo do tempo. Esses descontos acabaram contaminando todo o mercado, pois era difícil distinguir quais companhias mantinham uma atitude adequada em relação aos minoritários. A consequência era uma separação cada vez maior entre empresas e mercado em que esse se tornava cada dia mais concentrado em poucas ações líquidas.

Até que, felizmente, o país passou a caminhar para uma nova estrutura de empresa caracterizada pela participação de investidores institucionais, dispersão do seu controle acionário, foco na eficiência econômica e transparência de gestão. Os fatores considerados essenciais para essas mudanças foram: i) processo de privatização; ii) movimento internacional de fusões e aquisições onde empresas nacionais queriam se espelhar nas companhias mais maduras; iii) aumento significativo dos investimentos realizados pelos fundos de pensão e iv) postura mais ativa por parte dos próprios investidores tanto nacionais quanto estrangeiros.

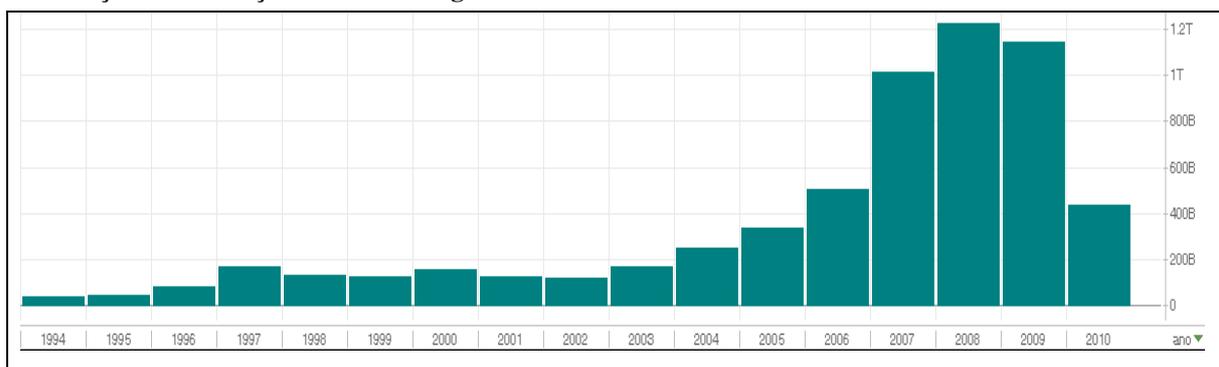
Todavia, novos obstáculos se formavam à frente do mercado acionário brasileiro. Um exemplo foi o lançamento de ADRs<sup>37</sup> principalmente no mercado norte-americano, que apresentavam menores custos de transação e maior liquidez. Outro exemplo foi a compra de estatais por investidores internacionais que poderiam vir a fechar o capital dessas empresas após assumirem o controle e isso criava um ambiente de insegurança.

---

<sup>37</sup> Os American Depositary Receipts (ADR's), também conhecidos como American Depositary Shares, representam ações de empresas não sediadas nos Estados Unidos

Sob essas circunstâncias, via-se a necessidade de aperfeiçoamento da governança corporativa no Brasil para que o mercado pudesse viver um melhor período de desenvolvimento já no começo do século XXI. Aqui se destacam a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo e pela reforma na Lei das S.A.. Essas melhores práticas são fundamentais, pois os investidores têm condições de fazer uma análise mais correta das empresas tendo impacto positivo sobre o valor das ações incentivando novas empresas a participarem do mercado e as antigas a aumentarem suas emissões de ações. Enfim, melhores práticas de governança corporativa só levam a um fortalecimento geral do mercado acionário beneficiando tanto investidores e companhias quanto a economia como um todo. E como se pode notar na figura abaixo, o volume negociado na bolsa brasileira passou a um maior patamar já em 1997 e saltando para outros níveis a partir de 2003.

**Ilustração 38: Evolução do volume negociado na Bolsa de Valores de São Paulo**



Fonte: Economática

- Novo Mercado:

Como colocado novamente pelo professor Antonio Gledson de Carvalho<sup>38</sup>: “A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado toma a liderança no processo de promover reformas. Essa iniciativa foi inspirada no Neuer Markt alemão.”

Lançado oficialmente pela Bolsa de Valores de São Paulo em dezembro de 2000, o Novo Mercado é um segmento especial de listagem desenvolvido com o objetivo de estimular o interesse do investidor e valorizar as companhias. Os direitos assegurados aos acionistas e a qualidade das informações prestadas pelas companhias reduzem as incertezas no processo de avaliação, além de fortalecer o conjunto do

<sup>38</sup> CARVALHO, Antonio. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração, São Paulo v. 37, n.3, pag 19-32, julho/setembro 2002

mercado de capitais. A Bovespa vem desde então trabalhando no sentido de promover a migração de companhias já listadas no seu mercado tradicional para os Níveis 1 e 2 de governança ou o Novo Mercado.

Cada um desses parâmetros contém exigências específicas com relação às práticas de governança que as companhias assumem no momento em que formalizam a adesão voluntariamente. O Nível 1 exige basicamente maior transparência nas informações como Informações Trimestrais e documentos que todas as empresas listadas na Bovespa enviam à CVM. Aqui, além das informações obrigatórias, é preciso conter: demonstrações financeiras consolidadas, demonstrações dos fluxos de caixa da companhia, abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante, grupo de membros do conselho de administração, grupo de diretores e grupo dos membros do conselho fiscal, entre outros dados.

No Nível 2, além das mesmas exigências do Nível 1, as empresas também oferecem direitos societários como tag along e oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico, em caso de fechamento de capital. Fora isso, obrigam-se a aderir a arbitragem da Câmara de Arbitragem do Mercado, instalada em 2001, para a solução de conflitos societários.

No Novo Mercado, as empresas assumem compromissos societários ainda mais fortes, de modo a garantir maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Alguns requisitos são: i) emissão exclusiva de ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto; ii) em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor, prática que se tornou conhecida como tag along; iii) em caso de fechamento de capital ou cancelamento do registro no Novo Mercado, o controlador fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia; iv) o conselho de administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandatos de um ano e presença obrigatória de membros independentes; v) a companhia não deve (leia-se “não deve” como recomendação, mas não necessariamente e infelizmente “não pode”) ter partes relacionadas em circulação.

Enfim, as regras do Novo Mercado representam um valioso conjunto de parâmetros para tornar o mercado de capitais uma alternativa viável para o financiamento da expansão das empresas e da economia. Seus padrões permitem melhor reconhecimento, pelo investidor, da qualidade da governança das companhias e, ainda,

incentivam a listagem de novas empresas na bolsa. Esse reconhecimento vem através de uma melhor rentabilidade nas companhias que seguem melhores práticas de governança corporativa. Tanto que o Índice IGC como mostrado no capítulo 2 apresenta um desempenho acima da média do mercado. E o incentivo a listagem que além das 35 companhias listadas no Nível 1, 19 no Nível 2 e 259 ainda listadas no nível Tradicional, pode ser visto através da tabela abaixo que lista as já 108 companhias presentes no Novo Mercado.

**Ilustração 39: Companhias listadas no Novo Mercado**

Listadas no Novo Mercado					
GUARANI	CIA HERING	ESTACIO PART	LIGHT S/A	OHL BRASIL	TEGMA
AGRE EMP IMO	PROVIDENCIA	ETERNIT	LLX LOG	ODONTOPREV	TEMPO PART
ALIANSCE	SABESP	EVEN	LOCALIZA	OGX PETROLEO	TIVIT
ABNOTE	COPASA	EZTEC	LOG-IN	OSX BRASIL	TOTVS
AMIL	CIELO	FER HERINGER	LOJAS RENNER	PDG REALT	TRIUNFO PART
B2W VAREJO	COSAN	FLEURY	LOPES BRASIL	PORTO SEGURO	TRACTEBEL
BRASIL	CPFL ENERGIA	GAFISA	LUPATECH	PORTOBELLO	TRISUL
					WEG
BEMATECH	CR2	GENERALSHOPP	M.DIASBRANCO	POSITIVO INF	
BHG	CREMER	GRENDENE	MAGNESITA SA	PROFARMA	RODOVIDAS
BMFBOVESPA	CSU CARDSYST	GVT HOLDING	MARFRIG	REDECARD	
BR MALLS PAR	CYRELA REALT	HELBOR	MARISA	RENAR	
BR PROPERT	CYRE COM-CCP	HYPERMARCAS	MEDIAL SAUDE	LE LIS BLANC	
BR BROKERS	DASA	IDEIASNET	METALFRIO	RODOBENSIMOB	
ECODIESEL	DIRECIONAL	IGUATEMI	MILLS	ROSSI RESID	
BRASILAGRO	DROGASIL	INDS ROMI	MINERVA	SAO CARLOS	
BRF FOODS	DURATEX	INPAR S/A	MMX MINER	SAO MARTINHO	
BROOKFIELD	ECORODOVIAS	IOCHP-MAXION	MPX ENERGIA	SLC AGRICOLA	
CC DES IMOB	ENERGIAS BR	JBS	MRV	SPRINGS	
CETIP	EMBRAER	JHSF PART	MULTIPLUS	TARPON INV	
CCR	EQUATORIAL	JULIO SIMOES	NATURA	TECNISA	

Fonte: Elaboração própria com fonte em: [www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas)

- Lei das S.A. e sua reforma:

A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) é a lei que rege as Sociedades Anônimas no Brasil. Essa lei é datada de 15 de dezembro de 1976, sendo redigida pelos advogados José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho. Foi promulgada pelo presidente Ernesto Geisel que tinha como Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, personagem também importante no ambiente macroeconômico e de governança no Brasil.

Em 1976, então, a Lei das Sociedades por Ações passou a disciplinar essas sociedades de forma extremamente inovadora e moderna. Essa Lei foi uma evolução iniciada em 1965 pela Lei do Mercado de Capitais, que, apesar de não ter entrado em detalhes sobre o direito societário, já introduziu o plano de opção de compra de ações –

ou seja, o direito das próprias companhias poderem recomprar parte das ações emitidas no mercado quando julgarem conveniente – e o bônus de subscrição – ou seja, garantia ao acionista do direito de comprar ações da empresa dentro de um prazo estabelecido, por um preço pré-determinado.

Um dos aspectos mais importantes da Lei das S.A. é o reconhecimento da figura do acionista controlador. A Lei reconhece esse acionista, estabelecendo-lhe responsabilidades e obrigações com os acionistas minoritários e os preferencialistas (sem direito a voto). Também foram introduzidas barreiras para conter manifestações abusivas de seu poder de controle e a questão da informação privilegiada, que se transformou num ilícito penal. Em relação à governança corporativa, a Lei das S.A. instituiu a obrigatoriedade do conselho de administração para as companhias abertas. Esse conselho se tornou o órgão necessário de orientação das estratégias da companhia, de fiscalização da ação da diretoria, além de servir ao diálogo entre acionistas controladores e minoritários.

Nos anos 90, havia o sentimento de que as responsabilidades das empresas precisavam ser claras. A segurança legal tornou-se sinônimo de incentivo ao mercado de capitais porque, além de proteger, funciona como incentivo vigoroso ao investidor. Assim, a reforma da Lei das S.A., tornou-se inevitável. Apesar do veto a mais de 30 artigos do projeto original – por exemplo, a eliminação de ações preferenciais e adoção de 100% de ações com direito a voto –, a lei consistiu, na avaliação do mercado, em um passo importante para a incorporação de práticas recomendadas de governança.

A reforma da Lei, publicada em 31 de outubro de 2001, cuja vigência se deu a partir de março de 2002, representou um grande impulso para o mercado acionário por reforçar-lhe dois atributos essenciais, até então pouco enfatizados: transparência e equidade. Partiu-se da premissa de que alinhamento de interesses gera valor.

A reforma também trouxe através da Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3995, de outubro de 2001, diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), quanto à estrutura da CVM, visando dar ao órgão regulador uma maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Entre as principais inovações da reforma, destacam-se: i) os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital total terão direito, a eleger e a poder destituir, por votação em separado, um membro do Conselho de Administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta por três meses de sua participação acionária; ii) explicitação das

regras de atuação do Conselho Fiscal; iii) melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação e iv) a CVM passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios; gozará de autonomia financeira, orçamentária e política, esta última garantida pela estabilidade de seus dirigentes; não estará subordinada hierarquicamente a qualquer outro órgão, embora esteja vinculada ao Ministério da Fazenda; e terá assegurada sua condição de autoridade administrativa independente, descabendo recurso na esfera administrativa de suas decisões, exceto no caso dos procedimentos sancionadores, nos quais cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Nesse sentido, fica visível que há uma maior transparência por parte das empresas e dos investidores comuns. Atrair a poupança privada tem sido uma preocupação constante das empresas e da Bovespa. É nítida essa busca de maior transparência e zelo pela equidade por parte das empresas, fato que se nota pelas ofertas públicas ocorridas na bolsa desde 2004. Na busca de melhores práticas de governança corporativa e geração de valor aos acionistas a maioria das ofertas públicas ocorreram no Novo Mercado.

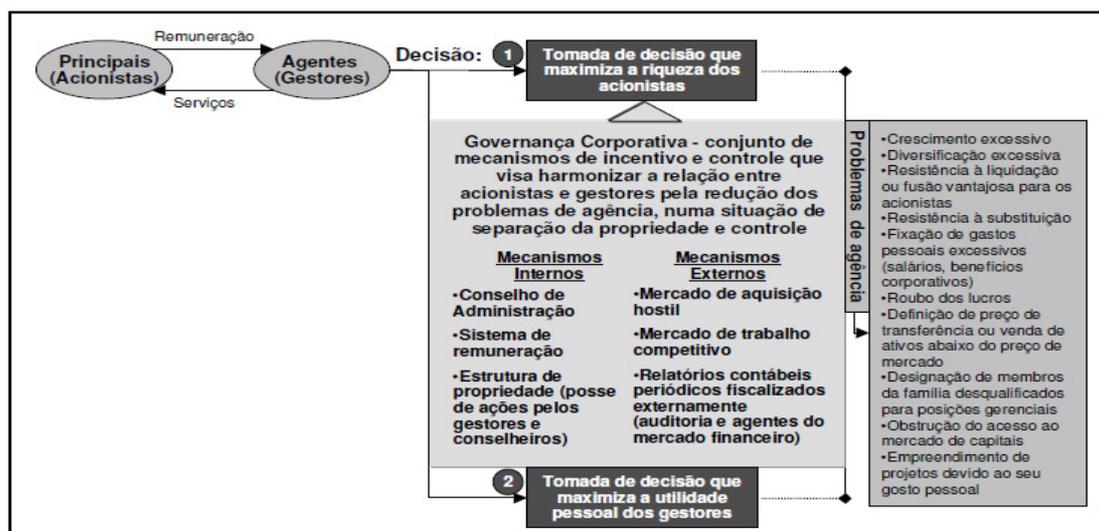
O acesso à informação, disponibilizado pelas empresas através de suas páginas da Internet de relações com investidores, vêm aproximando ainda mais o investidor das empresas, gerando transparência e dando oportunidade para mais pessoas investirem com maior grau de confiabilidade. Num mundo em constante transformação é imprescindível que através de práticas de governança corporativa mais transparentes e o foco na geração de valor aos acionistas, façam as empresas entenderem os investidores como seus aliados.

#### **4.4. O impacto da governança corporativa no valor das empresas:**

A teoria da agência<sup>39</sup> pode ser considerada como uma contribuição fundamental nesse assunto podendo explicar grande parte dos fenômenos que constituem a prática social da contabilidade financeira, pois permite reconhecer a existência de conflito de interesses entre os diversos agentes interessados na empresa. Os problemas envolvendo esta teoria surgem quando: i) existem assimetrias de informação entre as partes e ii) há divergências de interesses entre os agentes em que cada um visa somente seus próprios objetivos.

Já que é pouco provável que os interesses do principal e do agente sejam parecidas, o principal deve procurar limitar as divergências instaurando mecanismos de incentivo e meios de supervisão a fim de limitar as ações do agente. Ou seja, a governança corporativa ajuda a diminuir as imperfeições inerentes à gestão. Isso pode ser visualizado na figura abaixo:

**Ilustração 40: Problema de agência**



Fonte: SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. & FAMÁ, R. “Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico”. São Paulo: Fea/Usf, 2003.

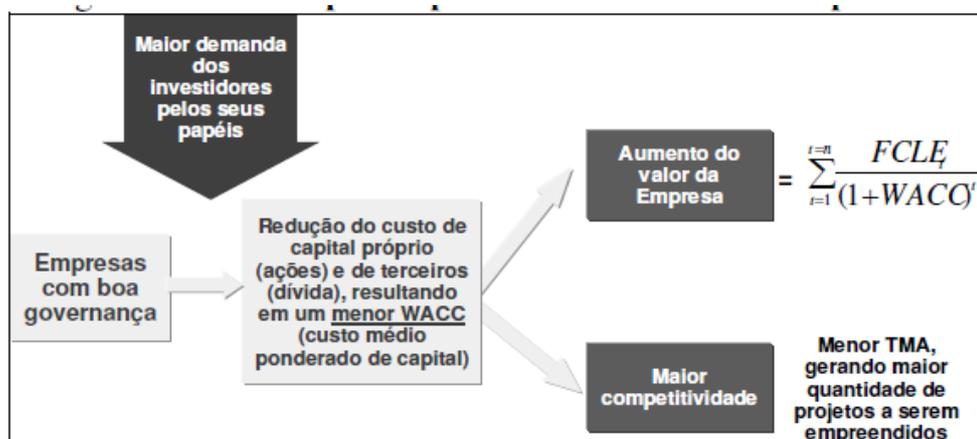
Silveira, da Universidade de São Paulo (USP), em seu texto da figura acima, explica muito bem o problema da agência através da seguinte explicação: “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada

<sup>39</sup> “Teoria de Agência, consiste numa das principais teorias de finanças e é considerada a principal abordagem formal para a governança corporativa. Os autores definem o relacionamento de agência como "um contrato no qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente". Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais. O problema de agência ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas.” Fonte: www.ibgc.org.br

companhia. Além do Conselho de Administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração de gestores e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são elementos importantes para a redução dos custos de agência resultantes de tomadas de decisão não maximizadoras da riqueza dos acionistas por parte dos executivos”.

Dessa forma, a governança corporativa é importantíssima para organizar esses problemas práticos e minimizar os riscos. Ainda dá para tentar quantificar um pouco esse ganho com melhores práticas de governança. Como mencionado, a governança corporativa se baseia na premissa de que as empresas com maior transparência tendem a ser mais demandada pelos investidores, uma vez que estes demandam informações transparentes e maior garantia de que as decisões serão tomadas de forma mais racional possível. Assim, **há uma redução no custo de capital** da empresa – impactando diretamente no seu fluxo de caixa descontado.

**Ilustração 41: Impacto no valor das companhias**



Fonte: TORAIWA, P. “Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor da Empresa”, 2003.

Como visto na figura acima de Toraiwa – também da Universidade de São Paulo -, seu raciocínio é: “as empresas com boa governança têm uma redução do seu custo de capital, em consequência da maior demanda por seus papéis. Isso gera um aumento do valor da empresa e dá a ela uma maior competitividade devido à redução da taxa mínima de atratividade (TMA), que possibilita à empresa empreender mais projetos e obter maior lucratividade nos projetos empreendidos.”

Por fim, fica clara a idéia de a governança corporativa ser peça-chave em todos os ambientes, pois: quanto melhor forem as práticas de governança, maior tende a ser o desenvolvimento do mercado acionário, que irá gerar um aumento da competitividade das companhias nacionais impactando num maior e melhor desenvolvimento macroeconômico.

#### **4.5. Importância do filtro de governança:**

Pelas razões mencionadas, recomenda-se que a governança corporativa seja levada com bastante rigor durante a análise das empresas. Para agir dessa maneira nada melhor do que criar um filtro de governança no universo que é composto pelas prováveis companhias a serem investidas.

O filtro de governança corporativa pode conter critérios que podem ser adicionados ao questionário (vide “princípio de negócio” do capítulo três) ou podem ser analisados em uma planilha em que se criem pontos favoráveis ou não à companhia dependendo de suas práticas de governança. Lembrando que aqui se trata de uma avaliação extremamente qualitativa.

O processo é relativamente simples e consiste em fazer uma avaliação de alguns itens de governança, como: partes relacionadas, real independência dos conselheiros, histórico na CVM, direito dos minoritários através do *tag along* e proteção aos administradores chamada de “pílula de veneno” como serão explicados adiante.

Pontos específicos precisam ser criteriosamente analisados, pois o investidor tem que ter em mente que as companhias aderirem ao Novo Mercado, apesar de representar um avanço, não garante que essas tenham automaticamente uma boa governança. Averiguar e confirmar o que acontece na prática dessas companhias é realmente relevante. Obter essa avaliação e armazenar um histórico dos comportamentos de governança das companhias é muito valioso. Conseqüentemente, sobrarão um novo universo final com companhias com boa capacidade gerencial, critérios corretos de governança e atrativas ao investimento.

Assim, um detalhe a mais vale a pena ser mencionado e que se recomenda a exclusão automática ao aplicar o filtro de governança corporativa: as empresas estatais. O argumento que sustenta essa exclusão é o próprio Artigo 238 da Lei das S.A. que diz: “A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador, mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.” Ou seja, a própria Lei orienta que o interesse público possa facilmente prevalecer sobre os objetivos econômicos da companhia. Enfim, se torna impossível estimar a perda do valor da companhia quando o Estado (acionista controlador, no caso) pode tomar decisões baseadas em questões sociais e não por motivos econômicos visando aumentar

a lucratividade do negócio. É impossível mensurar a margem de segurança das empresas estatais.

Um exemplo claro e recente envolvendo esse ponto das empresas estatais foi o que aconteceu com o Banco do Brasil. No dia 8 de abril de 2009, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva confirmou a demissão do presidente do Banco do Brasil, Antonio Francisco de Lima Neto. O motivo que ficou visível foram as altas taxas de juros e spread bancário cobrados pela instituição. Imagine só o principal executivo da companhia em que se investe sendo demitido por motivos alheios – no caso, político. Lula confirmou ao afirmar que: “a redução do spread bancário neste momento é uma obsessão minha.” Além disso, acrescenta: “Nós precisamos fazer o spread voltar à normalidade no País. Este é um dado. O Guido sabe disso; o BB sabe disso; a Caixa sabe disso e o BC sabe disso. Obviamente, que quem tem bancos públicos, como o Brasil, pode começar a fazer a tarefa de reduzir o spread bancário.”<sup>40</sup> Para ficar claro esse risco, as ações do Banco do Brasil (BBAS3) fecharam com forte queda de 8,15%, enquanto o Índice Ibovespa teve alta de 0,82% no dia da confirmação do anúncio<sup>41</sup>.

Cabe esclarecer que não se está recomendando investir em companhias que apenas tenham uma governança brilhante e impecável. No entanto, entre duas empresas equivalentes em relação ao modelo de negócios e de gestão, aquela que adota melhores práticas de governança tende a apresentar um melhor desempenho no longo prazo gerando maior retorno aos acionistas. Governança é sinônimo de confiança e apesar de no dia-a-dia do mercado acionário esse conceito não ficar tão aparente, ele pode se tornar um enorme diferencial.

#### **4.6. Critérios de avaliação na prática:**

Através do filtro de governança corporativa, o investidor pode avaliar vários tópicos. Abaixo seguem pelo menos cinco pontos que não podem escapar da análise do investidor, como: *tag along*, partes relacionadas, presidência executiva x presidência do Conselho de Administração, conselheiros independentes e “pílula de veneno”. Além disso, será abordada a questão da remuneração dos executivos das companhias que está em discussão no atual momento após vigência da Instrução 480 da CVM.

---

<sup>40</sup> Estadão.com.br pela notícia chamada “Lula confirma demissão de presidente do Banco do Brasil”, 08 de abril de 2009

<sup>41</sup> Dados extraídos da plataforma do Economática

#### **4.6.1. Tag Along:**

O *tag along* envolve a obrigatoriedade imposta ao adquirente de controle acionário da companhia aberta de realizar uma Oferta Pública de Ações (OPA) aos acionistas minoritários com direito a voto (ação ON), por um valor que lhes assegure preço no mínimo equivalente a 80% do preço pago pelas ações que compõem o bloco de controle. É isso que ficou estabelecido no artigo 254-A final da Lei das S.A.. Esse direito é pertinente, pois é razoável que os acionistas minoritários compartilhem de uma parcela do valor apurado pelo controlador na venda de suas ações. Afinal de contas, não há motivo ou princípio razoável para que haja distorções entre os preços pagos aos controladores e aos minoritários. No fundo, são todos sócios do negócio e merecem o mesmo tratamento.

A Lei das S.A. – ainda em forma de projeto na época – gerou amplo debate na Câmara dos Deputados, pois alguns defendiam a paridade na relação entre majoritários e minoritários. O resultado foi que a Casa acabou rejeitando essa idéia. Já no Senado, e ainda bem, deu-se a alteração do artigo 254 através da proposta do senador Otto Lehman. Cabia à CVM zelar para que houvesse tratamento igualitário aos **acionistas minoritários** no caso de alienação de controle.

No entanto, apenas sete dias após a entrada em vigor da Lei das S.A., uma decisão surpreendente e contrária ao que estava prevalecendo, que se baseava no tratamento igualitário a **todos** os acionistas de uma mesma companhia, o Conselho Monetário Nacional – através da Resolução 401 – obrigou o adquirente a fazer uma OPA apenas de ações **com direito de voto**.

Outra barreira foi a Lei 9.457/1997 que revogou o artigo 254 da Lei das S.A.. Isso devido às privatizações do governo Fernando Henrique Cardoso e a necessidade de transferência de controle de empresas de patrimônio elevado e de futuros aportes de capital pelos novos controladores. Antônio Kandir, deputado e um dos autores desta Lei usava o seguinte argumento<sup>42</sup>: “A obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não-saneamento de uma empresa resulta em queda de valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários.” Sem entrar em muitos detalhes, apesar de por um lado ter solucionado o impasse da época,

---

<sup>42</sup> CANTIDIANO, Luiz. Reforma da Lei das S.A. comentada, Editora Renovar (2002)

por outro, essa revogação criou um ambiente inseguro no mercado além de ter ficado claro que o governo queria, na realidade, se apropriar de uma quantia maior do montante pago pela companhia alienada, em detrimento dos minoritários.

Sendo assim, muitas companhias se aproveitaram da nova regra jurídica e analisando os dados de operações de venda de controle ocorridas durante esse período de vigência da Lei 9.457/1997, os ágios ou prêmios de controle como são conhecidos – são significativos<sup>43</sup>: Multicanal, distribuidora de TV a cabo - em 1997 foi de 125%, Ceval, do setor agrícola - em 1997 foi de 368% - e Pão de Açúcar, rede de varejo atuante no setor de alimentos - em 1999 foi de 122%.

Finalmente, em 1999, o deputado Émerson Kapaz propôs a reconstituição com alterações do artigo 254 passando para 254-A. O parecer final voltou com o *tag along* trazendo à obrigatoriedade de oferecer aos acionistas minoritários um valor equivalente a no mínimo 80% do valor da ação pago pelo bloco de controle. A atribuição desse direito aos **minoritários ordinários** significa um grande avanço, mas deixou a desejar em relação aos **preferencialistas**. Esse vácuo permaneceu na Lei das S.A. sendo que o *tag along* também deveria ser obrigatório para ações PNs. Como bem mencionou a diretora da CVM, Norma Parente<sup>44</sup>: “É lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferencial. (...), a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas.”

Mesmo assim, algumas companhias já garantiram *tag along* às ações PNs. Vale mencionar que a Saraiva, editora e maior rede de livrarias do Brasil, foi a primeira companhia de capital aberto a garantir *tag along* de 90% para as PNs em seu Estatuto Social de fevereiro de 2000, como está em seu artigo 23: “Na hipótese de alienação direta do controle da Companhia, quem o adquirir deve, no prazo de 60 (sessenta) dias, formular oferta pública de compra de ações preferenciais de emissão da Companhia, nas mesmas condições de pagamento ofertadas a quem o alienou, com a aplicação de deságio de 10% (dez por cento) sobre o preço que pagou por ação.”

Para mostrar que o *tag along* funciona, um exemplo recente que evidenciou sua razão na prática foi a aquisição da Medial Saúde pela Amil, anunciada no dia 19 de novembro de 2009. No seu tópico IV do Fato Relevante sob título “Oferta Pública por

---

<sup>43</sup> Dados extraídos da Carta Dynamo 26, vide [www.dynamo.com.br/cartas](http://www.dynamo.com.br/cartas)

<sup>44</sup> PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei N. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade Por Ações, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, Coordenador: Jorge Lobo, Editora Forense (2002).

Alienação de Controle (*tag along*)” consta: “Nos termos do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, da Instrução CVM nº 361/02 e do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a Amil Assistência apresentaria à Comissão de Valores Mobiliários, em até 30 dias após a Data de Fechamento, pedido de registro de oferta pública de aquisição por alienação de controle de ações ordinárias de emissão da Medial Saúde, pela qual se proporá a adquirir até a totalidade das ações ordinárias de emissão da Medial Saúde de titularidade de seus demais acionistas, em igualdade condições, inclusive preço, àquelas acordadas com os acionistas controladores da Medial Saúde.”

Dessa maneira, o investidor deve estar atento a esse quesito e basta averiguar nos Estatutos Sociais divulgados pelas companhias. Sem dúvida, uma das melhores formas de garantir boas práticas de governança é através da extensão do benefício do *tag along* a todos os acionistas minoritários.

#### **4.6.2. Partes relacionadas:**

Do ponto de vista da CVM<sup>45</sup>: “Partes relacionadas podem ser definidas, de um modo amplo, como aquelas entidades, físicas ou jurídicas, com as quais uma companhia tenha possibilidade de contratar, no sentido lato deste termo, em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência.” Resumidamente, são transações que acontecem entre a controladora e suas subsidiárias. Essas podem até serem feitas de forma honesta e benéfica para todos os envolvidos. Por exemplo, quando for preciso contratar um serviço que seja inviável por algum motivo no mercado. Em último caso, a realização de uma parte relacionada nesse caso pode se tornar uma saída positiva para a companhia.

Entretanto, por outro lado, o problema é que muitas vezes essas partes relacionadas envolvem alguma movimentação injusta para os demais acionistas **com a participação dos controladores**. O potencial conflito decorre da divergência entre a decisão que maximiza o valor da companhia e a decisão que maximiza o resultado pessoal daqueles que têm o controle. Exemplo dessa situação conflituosa são os contratos entre empresas de um mesmo grupo econômico acertados em condições diferentes das praticadas no mercado, favorecendo os controladores do grupo.

---

<sup>45</sup> IBRACON NPC XXIII – Transações Entre Partes Relacionadas, Pronunciamento da CVM.

Conseqüentemente, esses benefícios não são compartilhados com os demais acionistas. E, infelizmente, isso acontece com certa frequência no mercado.

Para averiguar as partes relacionadas, basta que o investidor leia as Notas Explicativas que as companhias são obrigadas a divulgar. A Deliberação da CVM nº 560/2008 deixa bem claro a questão das partes relacionadas<sup>46</sup>: “Se tiver havido transações entre partes relacionadas, a entidade deve divulgar a natureza do relacionamento com as partes relacionadas, assim como informações sobre as transações e saldos existentes necessárias para a compreensão do potencial efeito desse relacionamento nas demonstrações contábeis.”

Seguem as partes relacionadas da Anhanguera, organização privada com fins lucrativos do setor de ensino profissional do Brasil<sup>47</sup>: “A Anhanguera Educacional S.A. celebrou, originalmente, contratos de mútuo com os acionistas Antonio Carbonari Netto, Alex Carbonari, Erik Carbonari, Giulianna Carbonari e José Luis Poli em abril de 2005, por meio dos quais, concedeu empréstimos no valor total de R\$ 1.497 a taxa de juros de 1% ao mês a serem pagos em 12 parcelas mensais, iguais e consecutivas. Novos empréstimos foram concedidos durante o exercício de 2006 e os contratos aditivados postergando o pagamento em parcela única em 31 de dezembro de 2010.” Não importa o valor ou a justificativa. O princípio de adotar tal parte relacionada faz com que o bom investidor já encare essa companhia de outro modo.

Além dessa, segue breve discussão sobre partes relacionadas envolvendo a empresa estatal Nossa Caixa, uma das maiores instituições financeiras do país<sup>48</sup>: “Em março de 2007, a Nossa Caixa, então sob controle do governo de São Paulo, negociou com a Secretaria da Fazenda do Estado a aquisição dos direitos relativos à folha de pagamento de cerca de 1 milhão de servidores públicos. (...), o banco aceitou pagar à vista cerca de R\$ 2,1 bilhões ao Estado a fim de garantir a manutenção dos correntistas até 2012. O valor correspondente a 80% do patrimônio líquido da instituição e a cerca de dois terços de seu valor de mercado na época, foi considerado elevado pelo mercado, repercutindo negativamente em suas ações. Independentemente da discussão sobre a razoabilidade do montante pago, chama a atenção o fato de que, nos dois lados da mesa de negociação, estavam representantes do governo. As boas práticas de governança recomendam fortemente que a parte diretamente interessada no resultado de uma

---

<sup>46</sup> Deliberação da CVM nº 560/2008 de 11 de dezembro de 2008, vide site da CVM.

<sup>47</sup> Notas Explicativas de 2009 da Anhanguera, vide: [www.mzweb.com.br/anhanguera](http://www.mzweb.com.br/anhanguera).

<sup>48</sup> SILVEIRA, A., O mau exemplo das estatais. Revista Capital Aberto, Número 79, março 2010.

determinada negociação (no caso o governo) não participe na deliberação da matéria em questão, deixando-a para avaliação dos acionistas e conselheiros sem interesses conflitantes. Entretanto, essa boa prática não foi seguida pela Nossa Caixa, apesar de a companhia, na ocasião, já fazer parte do Novo Mercado.”

Como outros casos parecidos costumam acontecer no mercado, cabe ao bom investidor observar detalhadamente as partes relacionadas da companhia em que estiver sendo feita a análise.

#### **4.6.3. Presidente executivo x presidente do Conselho:**

A discussão é em relação às empresas atribuírem os cargos de presidente executivo e presidente do Conselho de Administração a duas pessoas diferentes ou não. Por um lado, muitos afirmam que a melhoria da governança corporativa também ocorre quando essas duas funções não são ocupadas pelo mesmo indivíduo, pois seria uma concentração muito grande de poder nas mãos de um único executivo. Por outro lado, alguns dizem que é difícil mensurar a governança corporativa e inclusive o efeito que a separação desses cargos impactaria positivamente na prática.

Os que não são a favor dessa idéia argumentam que a ênfase colocada na separação das funções do executivo e do presidente do Conselho seria, equivocada, até por terem outras formas possíveis de independência. Um exemplo seria a realização de reuniões sem que o executivo principal estivesse presente. Essas reuniões podem até acontecer e algumas específicas são até saudáveis para a companhia, pois discute assuntos que na ausência do executivo podem ser muito produtivas. Mas para realizar a maioria delas sem o executivo, não faz muito sentido e seria logo melhor ter os cargos separados.

Também se diz muito que os negócios em si não devem melhorar somente pelo fato das divisões de funções. Apesar de cada empresa viver seu momento e precisar analisar essa questão antes de pôr em prática a divisão dos cargos, o dizer acima também não pode ser usado como regra. Muitas vezes, essa divisão pode impactar, sim, a dinâmica de negócios fazendo-o fluir melhor. Um bom exemplo recente é da Bematech em que no comunicado ao mercado de novembro de 2009 constava<sup>49</sup>: “Conselho de Administração indicou o atual Diretor Vice-Presidente Executivo, Carlos

---

<sup>49</sup> Vide [www.bematech.com.br/ri](http://www.bematech.com.br/ri) em Fato Relevante do dia 10/11/2009.

Seara da Costa Pinto, para assumir o cargo de Diretor Presidente da companhia a partir de 02/01/2010, após sua efetivação eleição. O atual Diretor Presidente da Bematech, Marcel Martins Malczwski, (...), deverá compor o Conselho de Administração da companhia a partir de 2010.” Conhecendo a companhia pode-se afirmar que foi a concretização de um plano elaborado desde seu IPO em 2007. Essa separação vem sendo importante para o negócio da empresa, já que o novo executivo tem características de um indivíduo mais operacional e menos empreendedor do que Sr. Marcel – que ocupava o cargo e é fundador da Bematech. O primeiro resultado concreto do Sr. Carlos foi o processo de revisão do modelo de distribuição da empresa, influenciando positivamente seus resultados.

Em contrapartida, é importantíssimo que o executivo esteja ciente de que deve se **reportar** ao Conselho, e que não lhe cabe **controlá-lo** tendo poderes absolutos sobre ele. Cabe ao bom presidente do Conselho se ocupar de estratégias para aconselhar o executivo geral e principais diretores da companhia. O raciocínio é simples: o Conselho deve representar os interesses dos acionistas da empresa, enquanto o executivo também tem que ser ativo questionando as recomendações e sugestões do Conselho e mostrar os caminhos possíveis para execução das estratégias. Nenhum líder gosta de ser questionado. Conseqüentemente, a melhor maneira de evitar que isso aconteça é ocupar o mesmo cargo. Porém, é assim que a equipe de gestão das companhias acaba se engessando. Essa separação é muito importante para o bom funcionamento operacional da empresa.

Uma ocasião que mostra essa idéia é quando a empresa atravessa um momento complicado e o mercado passa a exigir que as funções executivas e de presidência sejam distintas. Isto acaba virando um comprometimento com a restauração do sucesso do modelo de negócios e dos lucros que podem voltar a ocorrer.

Além disso, quando um novo executivo entra na companhia é muito bom quando os cargos já são separados. Isso torna o momento de transição mais fácil, pois permite o novo executivo a acelerar o trabalho a ser feito. Ao mesmo tempo, o presidente do Conselho já dotado de experiência será essencial para balizar os caminhos da companhia.

Enfim, apesar de não existir evidências quantitativas de que a separação das funções proporciona retornos para o acionista, é perceptível a sua importância para o bom funcionamento da companhia. Fica a recomendação para que as empresas dêem importância a isso e que adotem cada vez mais essa estrutura.

#### **4.6.4. Conselheiros independentes:**

As atuais normas da governança também atingem diretamente os órgãos de administração da companhia, principalmente o Conselho de Administração. O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e adotado pela Bovespa estabelece que o conselho de administração deva ser formado por 5 a 9 membros, contendo conselheiros independentes.

Basicamente, o conselheiro independente para ser classificado desta maneira deve: i) não ter vínculo com a companhia; ii) não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes ou ser vinculado a qualquer acionista controlador; iii) não ter sido empregado ou diretor da companhia e de suas subsidiárias; iv) não estar fornecendo ou comprando serviços e produtos à companhia e v) não receber outra remuneração da companhia em que é conselheiro além dos honorários de tal cargo.

Por conta disso, o conselheiro independente deve se manter a parte dos executivos e agir em defesa dos objetivos estratégicos de longo prazo contribuindo positivamente para a companhia ajudando na execução de suas metas e apontando seus principais pontos fracos.

Em sua essência, normas como a que institui o conselheiro independente visam minimizar os riscos de má gestão, aumentando a segurança e o interesse do investidor, que tende a ter mais lucros. Dessa forma, recomenda-se ao investidor analisar e entender o funcionamento do conselho da companhia. E também, caso seja possível, uma conversa com o membro independente pode contribuir tremendamente para o entendimento da companhia além de propiciar uma ótima troca de idéias. Essa relação estreita entre investidores e a cúpula administrativa é muito saudável para a análise e para o ambiente corporativo.

#### **4.6.5. “Pílula de veneno”:**

Enquanto *tag along* protege os acionistas minoritários, a *poison pill* – pílula de veneno - defende os acionistas controladores. Esse mecanismo foi inventado em resposta às aquisições hostis que se intensificaram a partir da década de 1980. Essas aquisições passaram a acontecer com maior frequência principalmente no mercado

norte-americano em que as companhias de capital aberto já apresentavam capital pulverizado. Assim, cabia a elas se protegerem para não terem seu controle ameaçado constantemente. O problema é que no Brasil – ainda mais com a onda de IPOs que vêm acontecendo desde 2004 – a maioria das companhias que vêm à Bolsa de Valores estão adicionando a cláusula da pílula de veneno em seus Estatutos.

Na prática isso significa que as companhias apresentam em seus Estatutos Sociais uma cláusula em que a partir do momento que um investidor adquire 20%, 25% ou 30% das ações da companhia, esse mesmo investidor necessita fazer uma Oferta Pública aos demais acionistas. Isso justamente ocorre para evitar que qualquer um possa adquirir o controle da empresa. Afinal de contas, fazer uma OPA no mercado e ter que pagar aos demais acionistas que aderirem à oferta requer certa quantia bem razoável de dinheiro. De modo genérico, a cláusula da pílula de veneno tem como objetivo dificultar a vida de investidores que tentam ultrapassar determinada participação no capital de uma companhia.

Realmente, a pílula de veneno, por um lado, pode ter seu lado positivo. Basta imaginar um momento em que o mercado sofra uma forte desvalorização, e, assim, um grande investidor possa adquirir enormes quantidades de ações de uma companhia que acompanhou essa queda do mercado. Essa desvalorização seria apenas algo momentâneo de mercado e não por problemas nos fundamentos dessa empresa. Logo, um potencial investidor poderia vir a assumir o controle da companhia alterando toda sua cúpula administrativa e seus projetos de longo prazo. Esse argumento é válido, mas como isso não é uma rotina no mercado acionário pode parecer um pouco exagerado. Além disso, muitas companhias apresentam Acordos de Acionistas e esses também devem merecer atenção ao longo da análise.

Entretanto, por outro lado, o investidor precisa estar ciente de que esse mecanismo é mais prejudicial do que benéfico. O argumento que contrapõe o exposto acima é o fato de poder existir justamente numa eventual tomada de controle, uma nova equipe de gestão que possa criar ainda mais valor para os acionistas por meio de ganhos de gestão, sinergia ou escala. Agora, existindo esse mecanismo de defesa torna-se desestimulante a tomada de controle, pois há um elevado custo para a aquisição do controle pela obrigatoriedade de ser realizada uma OPA.

Nesse sentido, as pílulas de veneno são prejudiciais para os interesses dos acionistas, pois garantem a perpetuidade de uma eventual gestão ineficiente. Os mecanismos precisam ser percebidos como um risco adicional de perpetuação do

controle da companhia, de forma desvinculada dos méritos de sua administração, justamente pela onerosidade de transparência de participação que garantiria o controle ao novo possível controlador. Como está no Guia de Legislação Societária Para o Mercado de Capitais elaborado pela Revista Capital Aberto<sup>50</sup>: “Na prática, as pílulas acabam preservando a concentração acionária nas mãos do indivíduo ou grupo que controlava a companhia antes do IPO. Controladores tendem a permanecer como tais quanto mais elevado é o prêmio embutido na poison pill, na medida em que esses preços tomam improvável a aquisição de um percentual relevante do capital da companhia por alguém que já não detenha o controle.”

Para evidenciar este ponto nada melhor do que o argumento conclusivo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em sua Carta Diretriz<sup>51</sup>: “O IBGC defende que mecanismos que tenham o condão de impactar de forma relevante no valor que um adquirente estaria disposto a pagar aos acionistas pelo controle da companhia, por meio do incremento dos riscos associados com o investimento, não devam ser implementados. Este entendimento embasa-se no fato de que todo risco associado às ações da companhia impõe um desconto ao investimento dos acionistas, seus detentores. Na hipótese de aversão natural do mercado a risco, as companhias que adotam o mecanismo optam por um desconto sobre o valor de negociação de suas ações e por um custo mais elevado de capital, o qual é arcado por seus acionistas. Igualmente, a elevação dos custos de aquisição do controle da companhia constitui um incentivo à ineficiência administrativa, correspondente ao custo demandado para a alteração da gestão e maximização do valor das ações no longo prazo. Esses custos recaem sobre os acionistas.” E conclui: “No entender do Instituto, o valor econômico das ações reconhece os méritos da administração, a qualidade dos projetos escolhidos pela companhia e, assim, o ponto em que o preço das ações reflete o valor do investimento efetuado pelos acionistas. Concomitantemente, a utilização do valor econômico como parâmetro preserva a perspectiva dos acionistas de que operações de tomada de controle visarão à criação de valor extra, por meio de novas políticas operacionais e de financiamento, onde houver ineficiências a serem eliminadas. Em vista da incapacidade de mecanismos que estabeleçam valores ou prêmios de controle preestabelecidos traduzirem os fundamentos da companhia, o IBGC é contrário à adoção de mecanismos nesse formato e entende que os mesmos constituem um desserviço aos acionistas das companhias.”

---

<sup>50</sup> Vide Carta Diretriz 2 do IBGC em seu site: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

<sup>51</sup> Revista Capital Aberto Especial de março de 2010.

Segue bom estudo feito pelo BTG Pactual sobre a pílula de veneno:

**Ilustração 42: Detalhes da pílula de veneno nas companhias abertas**

Company	Poison Pill existence	Triggered at	Voting for removal implies any obligation?
Açúcar Guarani	no		
Agra	yes	20%	yes (tender - Art 39 par 11)
American Banknote	yes	20%	yes (tender - Art 43 par 14)
Amil	yes	15%	no, but requires 75% quorum to remove the poison pill
B2W	yes	20%	no
Banco do Brasil	no		
Bematech	yes	25%	no
BMF Bovespa	yes	15%	no
BR Malls	no		
Brasil Agro	yes	20%	yes (tender - Art 45 par 11)
Brasil Brokers	yes	20%	no
Brasil Ecodiesel	yes	30%	yes (tender - Art 39 par 10)
Brasil Foods	yes	20%	yes (tender - Art 37 par 13)
Brookfield	no		
CCDI	no		
CCR	no		
Hering	yes	20%	no, but requires 2/3 approval of total shareholders
Providencia	no		
Sabesp	no		
Copasa	no		
Visanet	no		
Cosan	no		
CPFL Energia	no		
CR2	no		
Cremer	removed		
CSU Cardsystem	no		
Cyrela	no		
CCP	yes	15%	yes (tender - Art 50 par 10)
Dasa	yes	15%	yes (tender Art 41 par 8)
Drogasil	no		
Duratex	no		
Energias do Brasil	no		
Embraer	yes	35%	no
Equatorial	no		
Estácio	no		
Eternit	no		
Even	no		
Eztec	yes	15%	yes (tender Art 41 par 10)
Fertilizantes Heringer	yes	20%	yes (tender Art 41 par 11)
Gafisa	no		
General Shopping	yes	15%	yes (tender Art 43 par 10)
GVT	removed		
Helbor	yes	20%	yes (tender Art 45 par 11)
Hypermarcas	no		
Ideiasnet	yes	25%	no
Iguatemi	no		
Romi	yes	15%	yes (tender Art 51 par 8)
Inpar	yes	20%	yes (tender Art 38 par 11)
Invest Tur	yes	35%	no

Fonte: Relatório do BTG Pactual - “Getting to know Brazil” novembro de 2009

Ilustração 43: Continuação da ilustração 32

Company	Poison Pill existence	Triggered at	Voting for removal implies any obligation?
Iochpe Maxion	yes	15%	yes (tender Art 48 par 11)
JBS	yes	20%	no
JHSF	yes	15%	no
Light	no		
LLX	no		
Localiza	yes	10%	no
Log-in	yes	35%	yes (tender Art 35 par 12)
Lojas Renner	yes	20%	yes (tender Art 43 par 11)
Lopes	yes	20%	yes (tender Art 35 par 12)
Lupatech	yes	20%	no
M. Dias Branco	yes	10%	no
Magnesita	no		
Marfrig	no		
Marisa	yes	15%	no
Medial	yes	20%	no
Metalfrio	no		
Minerva	yes	20%	no
MMX	no		
MPX	no		
MRV	no		
Natura	yes	25%	no
OHL Brasil	yes	20%	no
Odontoprev	yes	15%	yes (tender Art 39 par 8)
OGX	no		
PDG	no		
Porto Seguro	no		
Portobello	yes	30%	no
Positivo Informática	yes	10%	yes (tender Art 32 par 15)
Profarma	yes	20%	yes (tender Art 41 par 11)
Redecard	yes	26%	no
Renar Maças	no		
Le Lis Blanc	no		
Rodobens	yes	15%	yes (tender Art 43 par 10)
Rossi	no		
São Carlos	yes	25%	no
São Martinho	yes	10%	no
SLC Agrícola	yes	20%	no
Springs	yes	20%	no
Tarpon	no		
Tecnisa	yes	20%	yes (tender Art 38 par 14)
Tegma	no		
Tempo	yes	20%	no
Tvrit	no		
Totvs	yes	20%	yes (tender Art 44 par 14)
Triunfo	yes	20%	yes (tender Art 32 par 8)
Tractebel	no		
Trisul	yes	15%	yes (tender Art 45 par 8)
Weg	no		

Fonte: Relatório do BTG Pactual - “Getting to know Brazil” novembro de 2009.

Através deste levantamento do BTG Pactual, os gatilhos para a pílula de veneno ser acionada variam de 10% a 35% de participação no capital total nas 52 companhias com esse mecanismo listadas no Novo Mercado. Além disso, muitas dessas pílulas ainda carregam a questão de pagamento de prêmio nas ofertas públicas sendo bem superior ao valor de mercado de suas ações.

Uma maneira de se avaliar esse mecanismo na prática é através do caso da GVT, operadora de telefonia e a ABnote, fornecedora de soluções integradas para os mercados de cartões plásticos, em que essa última envolve a questão da pílula de veneno pétreo que é ainda pior. A primeira parece ter tido uma cláusula que acabou sendo favorável ao seu negócio. A GVT foi um alvo de disputa entre a Vivendi, companhia francesa de

telefonica que visava entrar no Brasil e a Telefonica, controladora da Telesp. O problema é que ambas as empresas só poderiam comprar até 29% da companhia, pois ao atingir 30% o gatilho seria acionado e a empresa adquirente teria que realizar uma OPA no mercado. Ao mesmo tempo, a GVT gostou das propostas de ambas e topava ser vendida para uma das duas. Logo, a companhia conseguiu realizar uma Assembléia Ordinária e com quórum suficiente da base de acionistas retirou a cláusula que mencionava a pílula de veneno enquanto avaliava as duas propostas. O novo Estatuto foi elaborado sem a tal cláusula e a operadora Vivendi acabou ganhando a disputa contra a Telefonica incorporando a GVT.

Já a situação da ABnote é muito mais complicada. Essa já tentou duas vezes retirar a cláusula de pílula de veneno pétreo que existe em seu Estatuto. É considerada cláusula pétreo aquela que apresenta as maiores restrições para ser retirada do Estatuto. Na última Assembléia, a retirada desse mecanismo ganhou a adesão de somente 26% do capital da companhia, e pelo fato desse percentual não atender ao quórum mínimo previsto, não foi aprovado. Como está no artigo “Droga de pílula” da Revista Capital Aberto<sup>52</sup>: “Instalada com a presença de 53,2% do capital social, a assembléia da ABnote poderia ter aprovado a retirada da cláusula de dispersão acionária com a aprovação de 26,6% do capital se fosse levado em conta, exclusivamente, o artigo 129 da Lei das S.As., que exige apenas maioria simples nas deliberações. Já o estatuto social da companhia determina que, para exclusão ou alteração da poison pill, é necessária a aprovação da “maioria de votos presentes, observado o quórum mínimo de deliberação de 30% do capital votante.”” Enfim, fica evidente a conclusão que ao invés desse mecanismo gerar valor ao acionista, essas cláusulas muito restritivas estão gerando desestímulos por parte dos investidores.

Por conseguinte, fica a recomendação que o investidor também tem que estar atento à existência desse mecanismo nas companhias a serem investidas. É preciso entender muito bem suas cláusulas nos Estatutos Sociais e o impacto que isso pode vir a ocorrer na prática. A sugestão é que no filtro de governança, as empresas que apresentam essa pílula sejam levemente punidas e as que apresentam cláusula pétreo mais ainda.

---

<sup>52</sup> Revista Capital Aberto, número 76, Dezembro 2009.

#### **4.6.6. Remuneração dos executivos:**

Além dos tópicos acima, um assunto que vem sendo muito discutido nos últimos meses, é a remuneração dos executivos. Cabe ao investidor também analisar quais companhias estão abrindo a remuneração de seus executivos e de qual maneira. Aquelas que não agirem de forma a contribuir para a transparência do mercado devem, de certo modo, ser penalizadas ao longo da análise de governança feita pelo investidor.

A Instrução nº 480 da CVM que passou a vigorar a partir de janeiro de 2010 exige um nível de prestação de informações à CVM bem maior e mais rígido. Um exemplo disso é que as companhias, a partir de 2010, já devem prestar informações sobre a remuneração de seus administradores referentes ao ano de 2009.

Essa divulgação é excelente pelo fato de ajudar o investidor a responder basicamente três pontos importantes em sua análise de governança: i) quanto as companhias gastam com seus executivos em relação ao seu lucro contábil?; ii) que tipo de remuneração proporciona maior geração de valor ao longo do tempo: ações, bônus, opção de ações ou outras? e iii) como anda a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da companhia? Divulgando essas informações haverá um mercado acionário mais competitivo e transparente. Além disso, contribui significativamente na análise dos investidores a fim de observar o alinhamento de interesses existente entre o trio “companhia-executivos-acionistas”.

Entretanto, não é o que se está observando na prática. O que se vê é um grupo de empresas contornando as exigências da Instrução. O Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Rio de Janeiro (Ibef-Rio) obteve uma liminar na Justiça para que seus associados não tenham a obrigação de divulgar a remuneração de seus diretores e conselheiros. Algumas dessas empresas são: Souza Cruz, CPFL Energia, Ambev, Brasil Telecom, Gerdau e Santander. A principal defesa exposta por essas companhias é a questão da segurança.

Muitos dizem que os administradores brasileiros poderiam ter problemas de segurança a partir da divulgação de mais informações sobre suas remunerações. Esse ponto está sendo tão discutido que fez José Roberto de Castro Neves, advogado contratado pelo Ibef-Rio, dar o seguinte argumento<sup>53</sup>: “Com essa informação em mãos, o seqüestrador vai ganhar poder de negociação.” Será mesmo que a abertura do valor da

---

<sup>53</sup> TANOUE, L. O tabu da remuneração. Revista Capital Aberto, número 38, março 2010.

remuneração irá trazer um risco maior aos executivos? É claro que não. Esse pensamento é equivocado, pois vários executivos já apresentam sinais de riqueza e não se observa maior incidência de seqüestros ou problemas parecidos com pessoas cujos salários milionários são de conhecimento público – vide jogadores de futebol, pilotos de Formula-1 ou apresentadores e atores de TV.

Tanto é que Edilson Carnevali, diretor do comitê de segurança pessoal da Associação Brasileira dos Profissionais de Segurança (ABSEG) afirmou<sup>54</sup>: “O que torna esses profissionais vulneráveis é, principalmente, o seu comportamento, a sua rotina e a forma como se expõem em público.” Com certeza, os seqüestradores prestam muito mais atenção ao consumo dessas famílias na Rua Oscar Freire ou no Shopping Cidade Jardim em São Paulo, na Rua Garcia D’ávila ou Shopping Fashion Mall no Rio de Janeiro, nas enormes festas de casamento e de aniversários de 15 anos de suas filhas nos melhores salões de festas do país, carros de luxo blindados e mansões nos bairros mais valorizados do país do que uma informação oficial de remuneração nos Formulários de Referência.

Para encerrar esse ponto, recomenda-se atenção ao seguinte trecho muito bem exposto pela jornalista Luciana Tanoue<sup>55</sup>: “Uma boa notícia é que os números de seqüestros no Estado de São Paulo vêm caindo a cada ano. Em 2008, houve 60 casos de extorsão mediante seqüestro, uma queda de 39,1% em comparação ao ano anterior. Em relação aos números de 2002, a redução foi ainda maior: 83,1%. “Hoje, os executivos seqüestrados são, na maioria, aqueles que tiveram uma ascensão profissional, mas continuam levando o mesmo estilo de vida anterior, sem se preocupar com a segurança”, enfatiza Tatiana Diniz, presidente da Abseg.”

Portanto, este argumento em relação à segurança é considerado fraco o suficiente para impedir a divulgação das remunerações dos executivos. Caso as companhias consigam realmente algum artifício jurídico para não divulgar as remunerações, o Brasil não estará caminhando conforme a tendência mundial em termos de maior transparência.

Um dos grandes motivos para que haja essa forte resistência à abertura da remuneração dos executivos é a herança cultural brasileira. Há um receio muito grande em falar sobre dinheiro no Brasil.

---

<sup>54</sup> Idem ao comentário de rodapé 53.

<sup>55</sup> Idem ao comentário de rodapé 53.

No fundo, toda essa discussão é típica de país latino em desenvolvimento que se sente culpada em ganhar dinheiro. Não existe nenhum argumento que sustente essa falta de transparência a não ser uma herança cultural que gerou uma mentalidade puramente retrógrada no ambiente corporativo. Já a cultura americana valoriza o dinheiro. Mal o indivíduo é apresentado ao outro e se perguntam: “o quanto essa ocupação gera num ano?” Basta assistir a qualquer filme de Hollywood, principalmente os que tratam de Direito em que se ouvem os advogados afirmando com entusiasmo: “como advogado eu faço tanto mil ou milhões de dólares por ano.”

Como bem relata Lúcia Helena Alves Müller, professora de pós-graduação em ciência sociais da PUC-RS<sup>56</sup>: “Num país em que historicamente o acúmulo de bens não esteve associado a trabalho, fica difícil para a população entender que houve mérito na remuneração altíssima recebida por alguns profissionais.”

Mas as coisas evoluem. Só é preciso ter paciência. Tomara que logo essa questão da remuneração já tenha ficado ultrapassada e as próximas gerações já possam pegar um mercado acionário ainda mais transparente. Essas gerações irão olhar para os dias atuais e não acreditarão em certos empecilhos que certos grupos defendiam.

Ao contrário deste retrocesso, um exemplo que pode ser seguido é a Usiminas. Essa reportou o quanto foi pago para cada diretor e conselheiro. A companhia considera tão irrelevante essa questão da segurança que além de divulgar o valor financeiro da remuneração por indivíduo, colocou a foto do profissional ao lado do nome de cada remuneração vinculada. Essa atitude totalmente transparente da Usiminas pode até ser o outro extremo dessa discussão, mas sem dúvida caso as demais companhias sigam esse exemplo, será extremamente benéfico para o mercado.

Não há a menor dúvida sobre a importância dos dados sobre a remuneração. Lembrando da idéia principal, os investidores estão procurando empresas com perspectiva de gerar ganhos no futuro. Para alcançar tal perspectiva, a companhia precisa se dotar dos melhores executivos na sua área de atuação. Dessa forma, a remuneração, ou seja, a forma de pagamento pelo trabalho e esforço desses executivos, irá atrair e motivar seus profissionais. E somente assim o investidor pode analisar o grau de incentivo proposto por cada empresa versus suas metas no médio-longo prazo.

---

<sup>56</sup> Idem ao comentário de rodapé 53.

## **5. Estudo de caso: setor elétrico brasileiro após 2004**

Neste momento, tanto os principais conceitos da análise fundamentalista quanto a idéia de que a governança corporativa é grande aliada do processo de análise devem estar bem sedimentados. O objetivo deste capítulo é mostrar como esses ensinamentos podem ser aplicados na prática, assim como ocorreu na transformação do setor elétrico brasileiro de 2004.

Será visto a seguir um breve panorama sobre o setor elétrico brasileiro com foco na mudança regulatória ocorrida em 2004. É necessário deixar clara a idéia de que uma mudança na regulação também é um passo no sentido de boa governança corporativa. A menção ao termo “governança corporativa” não é no sentido de qualidade dos administradores ou pontos específicos como *tag along*, pílula de veneno e partes relacionadas explicados anteriormente. A questão é que uma melhora no ambiente regulatório de um setor também deve ser interpretada como um impacto positivo na governança. Afinal de contas, boas mudanças regulatórias tendem a melhorar o ambiente corporativo e organizacional, a padronizar estatísticas e números do setor além de incentivar maior transparência tanto das empresas quanto dos órgãos reguladores melhorando a compreensão do todo por parte do investidor.

Dessa forma, ocorre naturalmente uma melhora nas perspectivas das companhias correlacionadas impactando, assim, o seu modelo de negócios e, conseqüentemente, a valorização de suas ações. Isso será ilustrado por meio de um estudo de evento em que as tabelas e gráficos são elaboradas com base na plataforma do Economática.

### **5.1. Panorama do setor elétrico e a mudança regulatória de 2004:**

Muitos esforços têm sido realizados almejando o desenvolvimento, o ambiente favorável aos investimentos e à estabilidade econômica e o bem-estar social. Para o país perpetuar esse caminho que já vem sendo trilhado, é essencial o fortalecimento institucional e o incremento da credibilidade do sistema regulatório. Requisitos como a previsibilidade do processo decisório em assuntos regulatórios e a estabilidade das regras para os negócios são exemplos de fundamentos necessários para a elevação do nível de confiança no sistema como um todo. Um exemplo de fortalecimento das instituições regulatórias é a criação de agências reguladoras e a instituição de marcos regulatórios proporcionando confiabilidade. Os novos parâmetros institucionais

alteraram significativamente o modelo que estava em operação, impondo novo padrão de relação do Estado com os agentes econômicos. Isso ficará visível, a partir de agora, com o entendimento da evolução do setor elétrico brasileiro.

A Constituição de 1988 determina que o desenvolvimento, uso e venda de energia elétrica são responsabilidades tanto do governo quanto das empresas privadas através da outorga de concessões. Historicamente, o setor elétrico brasileiro era dominado pelas concessionárias de geração, transmissão e distribuição do governo. Até que ao longo da década de 1990 ficava cada vez mais visível que o modelo estatal estava entrando em colapso. Essa crise do modelo estatal se deu basicamente por duas razões: i) crise fiscal tornando insuficiente o investimento da União nos níveis necessários para extensão do sistema e ii) regime regulatório ineficaz – modelo totalmente estatal – que não incentivava a busca de eficiência e, conseqüentemente, o menor custo na geração. Houve a necessidade de mudança e o governo passou a remodelar o setor elétrico brasileiro.

Em 1995 foi feita uma alteração na Constituição Brasileira autorizando o investimento estrangeiro para exploração de energia. Além disso, foram promulgadas a Lei Nº 8.987 e a Lei Nº 9.074 (Lei de Concessões de Energia) que diziam: i) que todas as concessões para prestação de serviços relacionados à energia fossem outorgados por meio de processos licitatórios e ii) que gradualmente permitiam que certos consumidores de energia com demanda significativa – consumidores livres –, comprassem energia diretamente de fornecedores detentores de uma concessão. A partir de 1995, parte das participações detidas pela Eletrobrás, estatal que imperava até então, e as participações dos diversos estados nas empresas de geração e distribuição foram vendidas a investidores privados.

O próximo passo sinalizando a continuidade de mudança foi a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) em 1997 pela Lei Nº 9.427. E já em 1998 foi promulgada a Lei Nº 9.468 (Lei do Setor Energético) que determinou basicamente: i) exigência que as empresas de distribuição e geração fizessem contratos de fornecimento de energia inicial, ou os contratos iniciais, em geral de compromissos do tipo “*take or pay*”<sup>57</sup>, a preços e volumes aprovados pela agência reguladora. O objetivo dos contratos iniciais era garantir que as empresas de distribuição tivessem acesso a um fornecimento estável de energia a preços que

---

<sup>57</sup> Basicamente um acordo entre o adquirente e o vendedor, em que o adquirente ainda paga alguma quantia, mesmo que o produto ou serviço não seja prestado.

assegurassem uma taxa mínima de retorno durante o período de transição levando ao estabelecimento de um mercado de energia competitivo; ii) criação do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), que é uma entidade de direito privado sem fins lucrativos responsável pela administração operacional das atividades de geração e transmissão e iii) estabelecimento de um órgão responsável pelo mercado de energia no curto-prazo chamado de Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE), que substituiu o sistema anterior de preços de geração e contratos de fornecimento regulados.

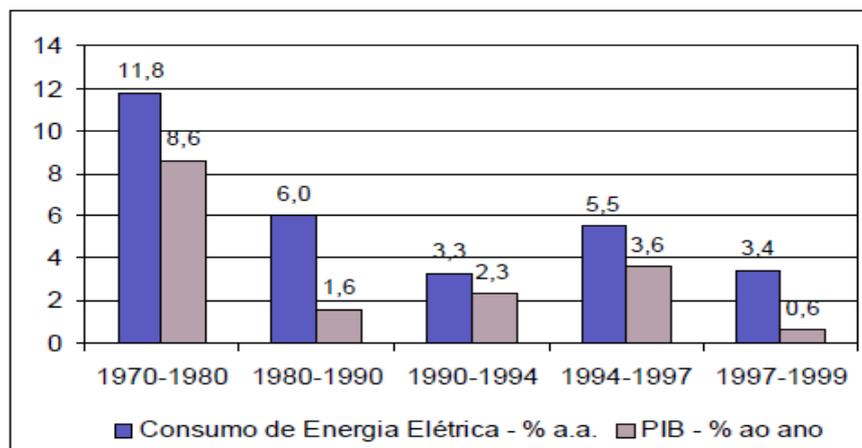
Enfim, tudo parecia estar no caminho certo. Porém, alguns erros estavam sendo cometidos. Havia uma falta de planejamento visando o longo prazo. Assim como menciona a análise fundamentalista, somente através da visão de longo prazo que se consegue enxergar o todo e como fazer para obter o melhor resultado risco x retorno seja de um negócio ou de um impacto regulatório. Além disso, a velocidade que ocorreram as privatizações foi muito rápida e houve uma grande falta de discussão sobre o tema. E claro, a falta de credibilidade no sistema ainda era considerável. Abaixo fica visível a rapidez excessiva do processo de privatização ocorrida entre 1995 e 2000 para as distribuidoras:

#### Ilustração 44: Quadro referente às privatizações do setor elétrico

Nome	Data de Privatização	Área de Serviço	Comprador	Preço R\$ Milhões	% Vendido	Agio (%)
ESCELSA	12-Jul-95	ES	IVEN S.A. (BRA); GTD Participações (BRA)	385,0	50,00	11,78
LIGHT	21-Mai-96	RJ	AES (EUA); Houston (EUA); EDF (FRA); CSN (BRA)	2.230,0	51,00	-
CERJ	20-Nov-96	RJ	Endesa (ESP); Enersis (CHI); EDP (POR)	605,3	70,28	30,27
COELBA	31-Jul-97	BA	Iberdrola (ESP); BrasilCap (BRA); Previ (BRA); BBDTVM (BRA)	1.730,9	65,64	77,38
AES SUL	21-Out-97	RS	AES (EUA)	1.510,0	90,91	93,56
RGE	21-Out-97	RS	CEA (EUA); VBC (BRA); Previ (BRA)	1.635,0	90,75	82,70
CPFL	05-Nov-97	SP	VBC (BRA); Previ (BRA); Fundação CESP (BRA)	3.015,0	57,60	70,10
ENERSUL	19-Nov-97	MS	Escelsa	625,6	76,56	83,79
CEMAT	27-Nov-97	MT	Grupo Rede (BRA); Inepar (BRA)	391,5	85,10	21,09
ENERGIPE	03-Dez-97	SE	Cataguazes (BRA); Uptick (BRA)	577,1	85,73	96,05
COSERN	11-Dez-97	RN	Coelba; Guaraniãna (ESP/BRA); Uptick	676,4	77,92	73,80
COELCE	02-Abr-98	CE	Consórcio Distriluz (Enersis Chilectra, Endesa, Cerj)	867,7	82,69	27,20
ELETROPAULO	15-Abr-98	SP	Light	2.026,0	74,88	-
CELPA	09-Jul-98	PA	QMRA Participações S.A. (Grupo Rede e Inepar)	450,3	54,98	-
ELEKTRO	16-Jul-98	SP / MS	Grupo Enron Internacional (EUA)	1.479,0	46,60	98,94
GERASUL	15-Set-98	RS	Tractebel (BEL)	945,7	50,01	-
BANDEIRANTE	17-Set-98	SP	EDP; CPFL	1.014,0	74,88	-
CESP TIETÉ	27-Out-99	SP	AES Gerasul Emp.	938,1	-	29,97
BORBOREMA	30-Nov-99	PB	Cataguazes-Leopoldina	87,4	-	-
CELPE	20-Fev-00	PE	Iberdrola (ESP)/Previ/BB	1.780,0	79,62	-
CEMAR	15-jun-00	MA	PP&L (EUA)	552,8	88,25	-
SAELPA	31-nov-00	PA	Cataguazes-Leopoldina	383,0	-	-
<b>TOTAL</b>				<b>23.885,8</b>		

Fonte: [www.abradee.org.br/downloads](http://www.abradee.org.br/downloads)

Também era visível que a oferta de energia poderia passar por algum problema, pois como se observa no quadro abaixo, o consumo de energia vinha crescendo a uma taxa bem mais significativa do que o crescimento do PIB indicando a necessidade de investimentos.

**Ilustração 45: Crescimento do consumo de energia x crescimento do PIB brasileiro**

Fonte: Plano Decenal de Expansão 2000-2009, Eletrobrás, 2000

Em 2001, o país enfrentou uma grave crise de energia que durou praticamente até o primeiro trimestre de 2002. As medidas que tiveram que ser adotadas foram: i) programa para racionamento de consumo de energia nas regiões mais afetadas – Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste e ii) criação da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) que estabeleceu metas de consumo reduzido de energia para consumidores residenciais, comerciais e industriais introduzindo regimes tarifários especiais que incentivavam a redução de consumo de energia.

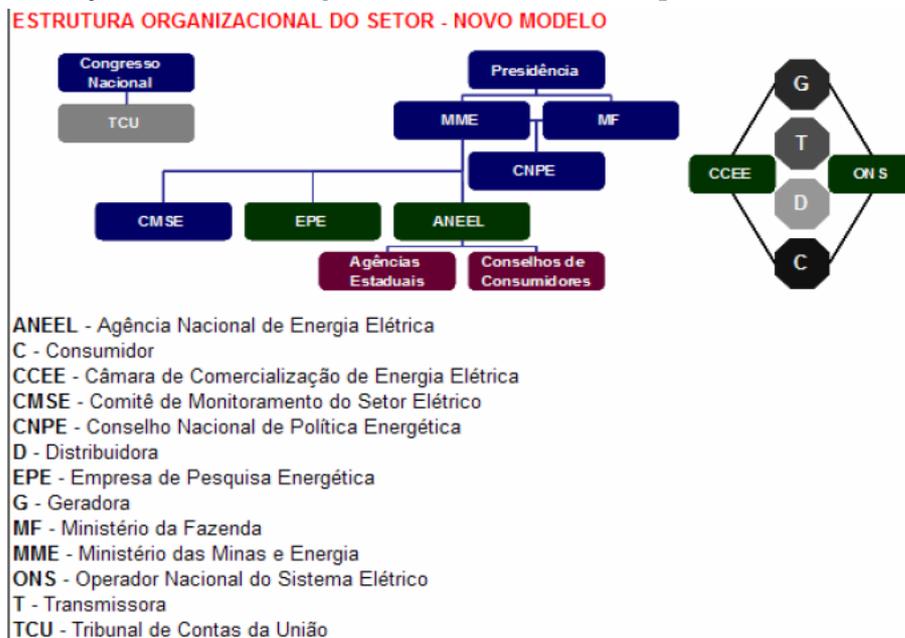
Finalmente, em 15 de março de 2004 – após dois anos de muita discussão – o governo promulgou a **Lei do Novo Modelo do Setor Elétrico** (Lei Nº 10.847 e 10.848) a fim de fornecer incentivos aos agentes privados e públicos para construir e manter capacidade de geração e garantir o fornecimento de energia a tarifas moderadas por meio de processos competitivos de leilões públicos de energia. Essa Lei que representou uma grande mudança no setor elétrico brasileiro – trazendo muito mais estabilidade – promoveu um novo marco regulatório gerando impactos positivos nas companhias de energia de capital aberto (foco do capítulo). Resumindo, os principais objetivos eram: garantir o fornecimento de energia para todos – proporcionando universalização do acesso e do uso - e criar um sistema com modicidade tarifária, ou seja, tarifas justas.

É preciso deixar claro que o novo marco gerou uma enorme diminuição do risco do setor. A partir de 2004 uma maior previsibilidade finalmente se instaurou no setor elétrico brasileiro assim como a possibilidade da criação de novos projetos que se encontravam inviáveis até então. O foco é entender que a intervenção estatal funcionou,

de fato, na prática diluindo o enorme risco que existia até então. Esse menor risco pode ser observado através dos próximos pontos.

O primeiro passo foi a reformulação da estrutura organizacional do setor, como pode ser visto abaixo:

**Ilustração 46: Estrutura organizacional do setor elétrico pós-2004**



Fonte: [www.aneel.gov.br/biblioteca](http://www.aneel.gov.br/biblioteca) - Apresentações

É extremamente válido expor as principais características da Lei do Novo Modelo do Setor Elétrico e que serão elaboradas com mais detalhes em seguida:

- criação de dois ambientes paralelos para comercialização de energia, que são: i) voltado para empresas de distribuição – **Ambiente de Contratação Regulada (ACR)** e ii) voltado para consumidores livres, agentes de geração e empresas de comercialização de energia, em que será permitida a concorrência – **Ambiente de Contratação Livre (ACL)**;
- proibição das distribuidoras de venderem eletricidade aos consumidores livres a preços não regulados;
- restrição a certas atividades também das distribuidoras, de forma a garantir que esteja voltada apenas ao seu principal negócio a fim de assegurar serviços mais eficientes e confiáveis a seus consumidores;
- restrição ao *self-dealing* (explicado em seguida) a fim de garantir que as distribuidoras contratem energia aos preços mais baixos disponíveis, ao invés de comprar energia de partes relacionadas.

No ACR, empresas de distribuição compram energia para consumidores cativos por meio de leilões públicos regulados pela agência (ANEEL) e operacionalizadas pela CCEE. É importante entender que a compra de energia através deste ambiente pode ser feito de dois modos: Contratos de Quantidade de Energia e Contratos de Disponibilidade de Energia. No primeiro, a geradora tem o compromisso de fornecer determinado volume de energia e assume o risco de que esse fornecimento de energia seja afetado por condições hidrológicas e níveis baixos dos reservatórios que poderiam reduzir a energia produzida. Nessa hipótese, a geradora é obrigada a comprar energia de outra fonte a fim de cumprir seu compromisso de fornecimento. Já no segundo tipo de contrato, a mesma compromete-se a disponibilizar uma determinada capacidade de geração ao Ambiente de Contratação Regulada. Aqui, a receita da geradora é garantida e possíveis riscos são imputados às distribuidoras. Mesmo assim, eventuais custos adicionais incorridos pelas distribuidoras devem ser repassados aos consumidores. O grande ponto trazido com a Lei do Novo Modelo do Setor Elétrico é o fato da previsão de mercado de cada distribuidora ser o principal fator na determinação do volume de energia a ser contratado por todo o sistema. Dessa forma, as distribuidoras são obrigadas a garantir o atendimento de 100% de suas necessidades projetadas de energia.

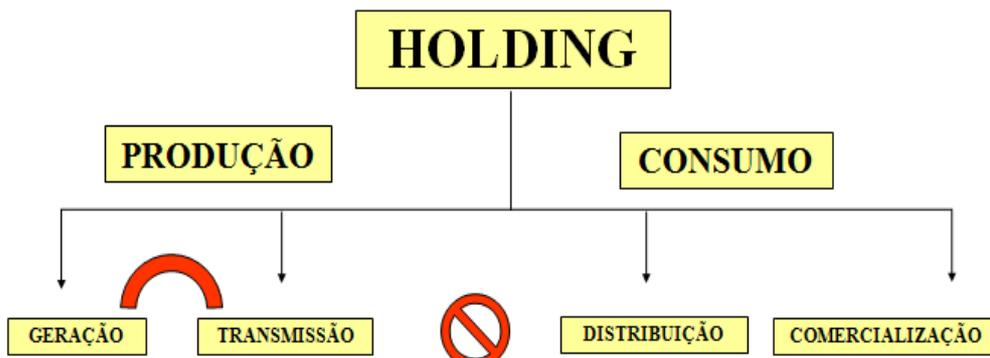
Já no ACL, a energia pode ser comercializada entre agentes de geração, agentes de comercialização e consumidores livres. Esses que são considerados livres são aqueles que a demanda excede a 3 MW. Além disso, consumidores com demanda contratada igual ou superior a 500 kW ou mais podem ser servidos por fornecedores, que não sua empresa local de distribuição, contratando energia de empreendimentos de geração por fontes incentivadas (eólica ou pequenas centrais hidrelétricas).

Nesse ambiente é extremamente importante ficar claro que as distribuidoras não podem: i) desenvolver atividades relacionadas a geração e transmissão, ou seja, tem como função apenas distribuir a energia na sua região; ii) vender energia a consumidores livres e iii) deter participação direta ou indireta em outra empresa. Isso tudo para ficar clara a função de cada uma e que seja transparente a responsabilidade de cada companhia – seja geradora, transmissora ou distribuidora.

Outro tópico fundamental é entender o fim do *self-dealing*. Esse termo pode ser interpretado como um comportamento de um agente que consiste em tirar proveito de sua posição em uma transação e agindo em busca de próprios interesses e não no interesses coletivo. A grande contribuição do marco regulatório é o fim dessa prática no Brasil. Uma vez que a compra de energia para consumidores cativos seja realizada no

ACR, a contratação entre partes relacionadas (entende-se, *self-dealing*), na qual as distribuidoras podem atender até 30% de suas necessidades de energia por meio da energia adquirida de empresas afiliadas, não será mais permitida.

**Ilustração 47: Fim do self-dealing pós marco regulatório**



Fonte: Apresentação do Ministério de Minas e Energia de 19 de março de 2004, vide: [www.mme.gov.br](http://www.mme.gov.br)

Por último, essa regulamentação inclui regras referentes aos leilões, aos contratos de comercialização de energia e ao método de repasse dos custos de aquisição de energia elétrica aos consumidores finais. A regulamentação é clara ao afirmar que os agentes compradores de eletricidade devem garantir a contratação de toda a energia necessária para o atendimento de 100% dos seus mercados. Por outro lado, os agentes vendedores devem fornecer suporte por meio de garantia física. Os agentes que não cumprirem essas regras serão devidamente penalizados pela ANEEL.

Para entender como isso funciona, é preciso mencionar que desde 2005 todas as empresas de distribuição são obrigadas a informar ao Ministério de Minas e Energia (MME), até 1º de agosto, suas necessidades de contratação de energia para cada um dos próximos cinco anos. As distribuidoras também são obrigadas a especificar o percentual que pretendem contratar para atender seus consumidores livres. Concluída essa etapa, o MME determinará o montante total de energia a ser comercializado no ACR e a lista das instalações de geração que terão permissão para participar dos leilões a cada ano.

Nesse sentido, fica evidente que este novo modelo é muito mais confiável, transparente e justo tanto pro lado corporativo quanto pro lado do consumidor. Há uma definição clara de funções e atribuições assim como nitidez de responsabilidades, reforço na governança e estabilidade no setor.

Devido à dimensão, complexidade e importância do setor elétrico, os problemas precisam sempre ser diagnosticados e ajustes serão constantemente postos em prática.

Logo, este é um setor que especificamente demanda um processo contínuo de adaptação. Até porque fatores macroeconômicos, políticos e climáticos sempre influenciarão o seu desempenho. Cabe ao país ter uma estrutura sólida que esteja preparada a atravessar todas essas barreiras. O pontapé inicial já foi dado com esse marco regulatório de 2004 – literalmente chamado de “pontapé inicial”, pois acaba de completar apenas seis anos e isso é relativamente pouco em termos de mudanças desse porte –, mas que já conquistou avanços significativos como podem ser observados no próximo tópico que mostrará o reflexo positivo nas ações de companhias elétricas listadas na bolsa após 2004.

## **5.2. O impacto nas companhias do setor elétrico de capital aberto:**

Primeiramente foram coletados dados de todas as companhias do setor elétrico listadas na Bovespa e que estão presentes na plataforma do Economática. Em seguida foi criado um filtro de liquidez em que permaneceram aquelas que negociaram em média pelo menos R\$ 300 mil por dia nos últimos seis meses (considerando data-base final de 07 de maio de 2010). Vale ressaltar que ações de diferentes classes, ou seja, tanto ON quanto PN, foram mantidas caso as duas de uma mesma companhia fossem negociadas acima desse volume diariamente. O próximo filtro eliminou aquelas que não existiam ou não tinham informações disponíveis desde início de 2000. Isso se deve ao fato do estudo abaixo querer mostrar a diferença do desempenho do setor elétrico entre o primeiro período, 2000-2004, e 2005-2009 – já com o novo marco regulatório. Por último, é bom deixar claro que as variações foram calculadas com base nas cotações armazenadas historicamente no Economática.

O universo final que foi analisado é o da tabela abaixo:

**Ilustração 48: Universo final de companhias elétricas**

#	Cia	Classe	Atuação	Estatal?	Volume médio diário - últ. 6 meses	
					(R\$ Milhões)	Código
1	AES Tiete	ON	Geração	Não	3,584,158	GETI3
2	AES Tiete	PN	Geração	Não	8,610,709	GETI4
3	Celesc	PNB	Distribuição	Sim	1,457,323	CLSC6
4	Cemig	ON	Geração/Dist./Trans.	Sim	2,298,186	CMIG3
5	Cemig	PN	Geração/Dist./Trans.	Sim	42,924,432	CMIG4
6	Cesp	PNB	Geração	Sim	22,938,643	CESP5
7	Coelce	PNA	Distribuição	Não	1,856,919	COCE5
8	Copel	ON	Geração/Dist./Trans.	Sim	434,421	CPLE3
9	Copel	PNB	Geração/Dist./Trans.	Sim	20,715,560	CPLE6
10	Eletrobras	ON	Geração	Sim	43,439,047	ELET3
11	Eletrobras	PNB	Geração	Sim	28,576,502	ELET6
12	Eletropaulo	PNB	Distribuição	Não	23,762,483	ELPL6
13	Light S/A	ON	Distribuição	Não	19,059,454	LIGT3
14	Tractebel	ON	Geração	Não	15,246,361	TBLE3
15	Tran Paulist	PN	Transmissão	Sim	7,761,148	TRPL4

**Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática**

Resumindo: no total ficaram 15 ações de 11 empresas diferentes – já que se leva em conta ações com e sem direito a voto. Além disso, em termos de informação, foi colocado na tabela quais são de controle estatal, o volume médio diária dos últimos seis meses e o código de cada ação na bolsa. Estabelecido esses parâmetros, cabe mostrar que essas ações melhoraram seu desempenho em termos de volume, performance e volatilidade após 2004.

Em relação ao volume, nota-se na tabela abaixo que as companhias elétricas acompanharam bem o aumento do volume da bolsa como um todo a partir, principalmente, de 2005. Vale ressaltar que o volume médio mensal do Índice Ibovespa – índice que negocia as principais companhias da Bovespa – saltou de R\$ 11,3 bilhões entre 2000-2004 para R\$ 58,6 bilhões entre 2005-2009. É claro que esse maior volume também refletiu indiretamente nas empresas de energia e é difícil mensurar o quanto apenas o marco regulatório contribuiu para esse aumento. Porém, não há dúvidas de que a nova Lei também incentivou o aumento do volume negociado com essas empresas. Caso contrário, o setor elétrico não teria acompanhado essa evolução paralelamente.

Ilustração 49: Volume médio mensal das empresas elétricas em R\$ milhões

Código	Volume médio mensal 2000-2004	Volume médio mensal 2005-2009	Variação 2005-2009 x 2000-2004	Média Ponderada
GETI3	13,4	44,9	235,07%	3,59%
GETI4	13,20	90,70	587,12%	18,12%
CLSC6	51,80	102,30	97,49%	3,39%
CMIG3	15,2	43,00	182,89%	2,68%
CMIG4	299,2	814,90	172,36%	47,78%
CESP5	40	24,50	-38,75%	-0,32%
COCE5	11	26,00	136,36%	1,21%
CPLE3	26,4	27,00	2,27%	0,02%
CPLE6	119,5	333,20	178,83%	20,27%
ELET3	150,1	453,30	202,00%	31,15%
ELET6	298,10	492,60	65,25%	10,93%
ELPL5	57,7	33,50	-41,94%	-0,48%
LIGT3	28,1	131,60	368,33%	16,49%
TBLE3	17,6	178,00	911,36%	55,19%
TRPL4	28,7	143,90	401,39%	19,65%
Ibovespa	11.3 bi	58.6 bi	418,58%	229,67%

Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática

Quanto à performance das ações, a relação não é diferente. A maioria delas apresentou bons retornos nos dois momentos. Nota-se que a maioria teve valorização acima da rentabilidade do Índice Ibovespa. Perceber somente o peso do marco regulatório não é tão direto – até porque nos dois momentos 10 companhias performaram melhor que o índice e apenas 5 tiveram desempenho abaixo. Mesmo assim, através de uma média ponderada em relação ao volume dessas companhias (vide gráfico abaixo), o retorno já aparenta ser bastante significativo.

Ilustração 50: Desempenho das ações em termos nominais\*

Código	Desempenho 2000-2004	Desempenho 2005-2009
GETI3	620,00%	176,92%
GETI4	417,02%	245,69%
CLSC6	62,65%	141,96%
CMIG3	250,41%	184,43%
CMIG4	168,97%	190,65%
CESP5	67,04%	210,63%
COCE5	179,72%	495,09%
CPLE3	6,90%	327,90%
CPLE6	-9,31%	279,63%
ELET3	38,68%	134,89%
ELET6	61,73%	166,79%
ELPL5	-21,24%	225,40%
LIGT3	-69,46%	44,39%
TBLE3	584,54%	291,22%
TRPL4	328,92%	470,29%
<b>Média Ponderada</b>	<b>99,06%</b>	<b>205,59%</b>
<b>Ibovespa</b>	<b>59,85%</b>	<b>181,68%</b>
	<b>2000-2004</b>	<b>2005-2009</b>
Melhor que Ibovespa	10	10
Pior que Ibovespa	5	5

Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática

\*data base: 01-jan-2000 e data-final 31-dez-2004.

Esse resultado é ainda mais corroborado através da comparação do Índice de Energia Elétrica, como segue abaixo.

**Ilustração 51: Índice de Energia Elétrica vs. Índice Ibovespa**

Índices	Desempenho 2000-2004	Desempenho 2005-2009
Ind. Energia Elétrica	106.78%	273.40%
Ibovespa	59.85%	181.68%
Diferença p.p.	46.94	91.72

**Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática**

Ou seja, o Índice de Energia Elétrica<sup>58</sup> mesmo que já tenha tido um desempenho superior em 46,9 pontos percentuais ao Ibovespa entre 2000-2004, apresentou um resultado melhor em 91,7 pontos percentuais ao Ibovespa entre 2005-2009 já com as regras claras do marco regulatório. Começa a ficar nítida a idéia que um passo em termos de melhor regulamentação gerando melhores práticas de governança assim como uma melhor análise setorial e das empresas elétricas feita pelos investidores, acaba gerando impactos, de fato, na prática. A partir do momento – basicamente 2005 – em que os bons investidores tiveram tempo para avaliar o marco regulatório, passaram a confiar no sistema e estudaram as empresas elétricas com esse novo perfil, isso se refletiu diretamente na valorização das ações correlacionadas.

Por último, vale a atenção em relação à volatilidade dessas ações. O cálculo foi feito pelo coeficiente beta que é uma medida da volatilidade de uma ação em relação à variabilidade do mercado. Como já mencionado anteriormente, um beta igual a um significa que a ação tem uma correlação direta com o mercado, enquanto que maior que um é uma volatilidade ainda maior que o mercado e menor que um é o caso-contrário. No cálculo mostrado na tabela abaixo, foi calculado a variação mensal de cada ação de companhia elétrica contra a variação mensal do Ibovespa para cada período. Segue o cálculo exato do beta:

**Ilustração 52: Fórmula usada para cálculo do beta**

$$\text{Beta} = \frac{\text{Covariância (variação da ação, variação do índice)}}{\text{Variância (variação do índice)}}$$

**Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática**

<sup>58</sup> Índice de Energia Elétrica (IEE) foi lançado em agosto de 1996 com o objetivo de medir o desempenho do setor de energia elétrica. Dessa forma, constitui-se em um instrumento que permite a avaliação da performance de carteiras especializadas nesse setor – vide: [www.bmfbovespa.com.br/indices](http://www.bmfbovespa.com.br/indices)

Segue resultado obtido:

**Ilustração 53: Volatilidade das ações calculado pelo beta**

Código	Beta 2000-2004	Beta 2005-2009
GETI3	0,21	0,45
GETI4	0,40	0,30
CLSC6	0,70	0,71
CMIG3	0,82	0,69
CMIG4	0,97	0,52
CESP5	1,05	1,04
COCE5	0,66	0,66
CPL3	0,71	0,69
CPL6	0,97	0,61
ELET3	1,12	0,64
ELET6	1,00	0,63
ELPL5	1,41	0,43
LIGT3	1,07	0,46
TBLE3	0,39	0,26
TRPL4	1,05	0,37
<b>Média Simples</b>	<b>0,84</b>	<b>0,56</b>

<b>Aumentou Volatilidade</b>	<b>1</b>
<b>Mesma Volatilidade</b>	<b>3</b>
<b>Melhor Volatilidade</b>	<b>11</b>

**Fonte:** Elaboração própria com dados extraídos da plataforma do Economática

No período de 2005-2009, 11 ações passaram a ter uma volatilidade significativamente menor em relação a 2000-2004, ou seja, 73,3% das 15 analisadas. Além disso, três permaneceram basicamente com a mesma volatilidade e apenas uma aumentou. Através de uma média simples, nota-se que a volatilidade que era de 0,84 no primeiro período despencou para 0,56. Esses são dados significativos e que conseguem melhor mensurar o efeito do novo marco regulatório do setor elétrico brasileiro evidenciando a confiança do investidor nas companhias elétricas independente das oscilações do mercado.

### **5.3. O contra-exemplo: setor aéreo:**

Ao contrário do setor elétrico brasileiro que vem se organizando há alguns anos, o setor aéreo continua mal regulado. Mas vale mencionar que o setor aéreo não é, na média, desorganizado somente no Brasil, mas, sim, na maioria dos países. Afinal de contas, pela visão da análise fundamentalista, são muitos riscos envolvidos além do normal, pois além de carregar os riscos operacionais de qualquer empresa, essas companhias ainda enfrentam fortemente o risco do: petróleo – que oscila diariamente e

de forma bem instável -, câmbio – seguindo o mesmo “parâmetro” - e o chamado “risco aéreo”, ou seja, de acidentes. O mesmo raciocínio pode ser aplicado nas atividades agrícolas. Essas também além de apresentarem os riscos normais ainda enfrentam o risco climático que é algo totalmente exógeno. E quando esses dois se juntam, então, tudo se torna um grande problema. Basta mencionar o vulcão da Irlanda que entrou em erupção em abril de 2010 fechando dezenas de aeroportos europeus. Enfim, um transtorno que afeta a atividade econômica de diversos países.

Não se está advogando que não se deve jamais investir nesses setores. Apenas vale lembrar que essas são atividades que precisam de uma análise mais do que redobrada no processo de investimento. Além disso, o bom investidor está sempre preocupado com a relação risco x retorno e não apenas com o lado qualitativo. Como defendido inúmeras vezes, o aspecto qualitativo é vital ao longo do processo de análise.

Dessa forma, basta observar que a volatilidade do setor aéreo brasileiro é praticamente bem correlacionada com a variação do mercado. Tanto o beta das duas companhias aéreas de capital aberto – TAM e GOL – é de 0,9<sup>59</sup> contra média de 0,56 das 15 companhias elétricas acima para o mesmo período (2005-2009). Novamente, não é um grande problema investir em empresas que tenham um beta de 0,9, 1,0 ou até acima deste último. O problema é que essas empresas aéreas além de já terem uma oscilação razoável, apresentam um risco a mais por apresentarem oscilações mais fortes em dias de *boom* do preço do petróleo, *boom* do câmbio ou um grave acidente aéreo (vide acidente da aeronave da TAM no aeroporto de Congonhas no dia 17 de julho de 2007) refletindo uma queda de 9,0% da ação (TAMM4) no dia seguinte.

Para evidenciar ainda mais esta questão da volatilidade, segue o beta calculado por Damodaran para o setor elétrico bem regulado e o setor aéreo também caótico norte-americano:

**Ilustração 54: Beta do setor elétrico e aéreo norte-americano**

<i>Industry Name</i>	<i>Average Beta</i>
Air Transport	1,06
Electric Util. (Central)	0,79
Electric Utility (East)	0,73
Electric Utility (West)	0,75

Fonte: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html), dados atualizado em janeiro de 2010.

<sup>59</sup> Dados extraídos da plataforma do Economática.

Além disso, enquanto o setor elétrico pode servir de exemplo em termos de melhoria nas práticas de regulamentação no Brasil, o setor aéreo não serve de parâmetro. De 2001 (dos atentados às Torres Gêmeas de Nova York) para cá nada foi feito de construtivo para melhorar o ambiente deste setor. O que se observa são uma contínua troca de acusações e desentendimentos entre o Presidente da República, o Ministro da Defesa e a própria agência reguladora – ANAC (Agência Nacional da Aviação Civil). Isso sem mencionar a INFRAERO que é a empresa estatal que “administra” os principais aeroportos do país. Apesar de inúmeras tentativas no processo de privatização, esse ainda não se concretizou. O governo federal iniciou em fevereiro de 2008 a privatização do Aeroporto Internacional da Grande Natal e outros terminais foram incluídos no projeto como o Galeão (RJ), Viracopos (Caminas) e Cumbica (SP). Porém, o principal problema é a falta de entendimento político para fechar o modelo de concessão. Ao mesmo tempo, a INFRAERO quer manter seu poder nos principais aeroportos brasileiros.

Outra especificidade do setor aéreo é o seu péssimo histórico em relação às falências de suas companhias. É um setor que todo ano está na mídia nacional e internacional com menção à falência ou pedido de recuperação judicial. Segue tabela com alguns registros de falência:

**Ilustração 55: Pedido de falência de algumas companhias aéreas internacionais (2001-2010)**

<b>Companhia aérea</b>	<b>Data de falência arquivados</b>	<b>Notas</b>
Trans World Airlines	10 Januaray 2001	Arquivado como parte de uma aquisição pela American Airlines
E.U. Airways	Agosto 11, 2002	Arquivos; surge em 31 março de 2003
United Airlines	09 de dezembro de 2002	arquivos; surge em 01 de fevereiro de 2006
Air Canada	01 de abril de 2003	Arquivos; surge 30 de setembro de 2004
Flash Airlines	Março 2004	
E.U. Airways	12 de setembro de 2004	Re-apresentado; surge em 27 de Setembro de 2005, em conjunto com a sua aquisição pela America West
Aloha Airlines	30 dez 2004	Arquivado; surge em 17 fevereiro, 2006
Northwest Airlines	14 set 2005	Arquivado; surge em 31 de maio de 2007
Delta Air Lines	14 set 2005	Arquivado, colocando 4 do top 7 operadoras nos Estados Unidos sob a proteção da bancarrota, surge em 30 de abril de 2007
MAXjet Airways	26 de dezembro de 2007	Arquivado e suspende operações
Aloha Airlines	31 mar 2008	Arquivado e suspende operações de transporte de passageiros
ATA Airlines	3 de abril de 2008	Arquivado e suspende operações

Skybus Airlines	05 de abril de 2008	Arquivado e suspende operações
Frontier Airlines	10 de abril de 2008	Arquivado
Eos Airlines	26 de abril de 2008	Arquivado e suspende operações
Sun Country Airlines	06 de outubro de 2008	Arquivado
Primaris Airlines	Outubro 15, 2008	Arquivado e suspende operações
Japan Airlines	19 de janeiro de 2010	Arquivado

**Fonte: Wikipedia**

Além disso, num rápido levantamento também encontrado no site do Wikipedia, há o registro de 15 empresas aéreas extintas somente no Brasil. Algumas delas são: America Air (que foi arrendada para a OceanAir e em seguida arrendado para a Passaredo Linhas Aéreas), Fly Linhas Aéreas (encerrando suas operações em 2005 após a crise cambial de 2002) e Transbrasil (também prejudicada com o cenário macro e falecimento do seu fundador, Omar Fontana, filho de Attilio Fontana, fundador da Sadia. A situação ficou tão crítica que em dezembro de 2001 a companhia não tinha crédito nem para compra de combustível).

Toda essa situação complicada ficou evidente quando o país passou pelo seu apagão aéreo. O termo apagão, até fazendo menção ao apagão elétrico vivido em 2001-2002, se refere a falhas estruturais nos setores. O apagão aéreo brasileiro ocorreu no fim de 2006 principalmente após o acidente do voo da GOL em que se chocou com a aeronave Legacy. O motivo foi o desaparecimento da aeronave da GOL nos radares brasileiros evidenciando uma total falta de organização e estrutura dos reguladores. Conseqüentemente, uma onda de problemas e discussões surgiu em meio ao cenário conturbado. O tempo passa e o governo federal acaba não adotando medidas consistentes capazes de melhorar o setor no longo prazo. As medidas acabam sendo paternalistas (como alívio fiscal e promessas de ajuda no desembaraço alfandegário de peças importadas) e não sólidas (como elaboração de um novo projeto para remodelar a base do setor, situação atual da INFRAERO, etc) impedindo que o setor se torne organizado e competitivo. Essa competitividade só ocorrerá com ampliação e fortalecimento do mercado interno, flexibilização da legislação (viabilizando preços e serviços diferenciados), redução da carga tributária e aumento do porte das empresas. É preciso analisar como a ANAC juntamente com a INFRAERO podem contribuir para a melhoria da competitividade desse setor.

## **5.4. Conclusão:**

Através deste capítulo, conclui-se que a análise fundamentalista – no sentido de incentivar o estudo das empresas de forma minuciosa – e o papel da governança corporativa – no sentido que uma boa mudança no marco regulatório tende a impactar positivamente o setor – são essenciais ao longo do processo de análise.

Especificamente neste capítulo fica nítida a importância de se ter bons reguladores atuando nos setores que necessitam ser regulados. Contrapondo o avanço do setor elétrico com o atraso enfrentado pelo setor aéreo, observa-se que a governança em si merece um grande destaque. Melhores práticas regulatórias, melhor será o ambiente de governança corporativa que gerará efeitos positivos tanto para o ambiente corporativo, quanto para os acionistas e consumidores de um modo em geral.

Tanto é que numa pesquisa mostrada pelo Abdo, Ellery & Associados (Consultoria Empresarial em Energia e Regulação), mostra que o ambiente regulatório é o terceiro fator mais importante durante a avaliação de alocação de investimento.

**Ilustração 56: Peso do fator “ambiente regulatório” na decisão do investimento**



**Fonte:** ABDO, José. *Autonomia, Transparência e Eficiência do Setor de Energia Elétrica*, abril de 2010, Salvador. Ver em: [www.aneel.gov.br/arquivos](http://www.aneel.gov.br/arquivos)

Tanto é verdade que as agências reguladoras foram criadas justamente para atuar no sentido de promover um aprimoramento das regras do jogo. Esse é um trabalho contínuo e que sempre será revisado. Como muito bem colocou o Ministro do Supremo Tribunal Federal, Joaquim B. Barbosa Gomes<sup>60</sup>: “A idéia fundamental que norteou o surgimento das agências reguladoras foi a de se criar um ente administrativo técnico, altamente especializado e, sobretudo impermeável às injunções e oscilações típicas do

<sup>60</sup> ABDO, José. *Autonomia, Transparência e Eficiência na Regulação do Setor de Energia Elétrica*, abril de 2010, Salvador. Ver em: [www.aneel.gov.br/arquivos](http://www.aneel.gov.br/arquivos)

processo político, as quais, como se sabe, influenciam sobremaneira as decisões desses órgãos.”

## 6. Conclusão:

Percorrido este caminho, conclui-se que para ser um bom investidor não basta estar inserido no mercado financeiro e nas suas experiências diárias. É preciso estar sempre estudando os setores e as empresas. Somente assim o investidor conseguirá entender quase por completo o modelo de negócios da companhia. Essa análise se tornará numa tese de investimento e finalmente irá racionalizar o porquê do investimento naquelas empresas. Mais do que isso: o bom investidor precisa de um modo de pensar coerente para tomar boas decisões e ter principalmente a consistência como sua eterna aliada.

Como coloca Warren Buffett<sup>61</sup>: “A capacidade de atingir resultados fora do comum dependerá do esforço e da inteligência dedicados aos seus investimentos, assim como do grau de insensatez do mercado acionário predominante durante sua carreira de investidor. Quanto mais insensato o comportamento do mercado, maior a oportunidade para o investidor de perfil empresarial.”

Além disso, a questão da governança corporativa deve estar sempre acompanhando a análise fundamentalista. A idéia conclusiva é que como o acionista está se tornando sócio, de fato, e não meramente comprando ações da companhia, cabe a ele buscar o maior alinhamento de interesses entre si e os controladores/diretores da empresa. Assim como “uma ação, um voto” deixa-se o registro: uma ação, um pedaço da sociedade.

Por fim, pode ser visto no último capítulo – vital para corroborar este trabalho - que uma boa mudança regulatória (como vivida no setor elétrico brasileiro) gerou impactos extremamente positivos para o setor e também para as companhias correlacionadas de capital aberto. O dado que mais chamou atenção foi a queda acentuada da volatilidade (beta) das ações. Com a idéia que um avanço no ambiente regulatório também pode ser interpretado como um passo da governança corporativa, o setor elétrico brasileiro finalmente conseguiu se organizar a partir de 2004. Os investidores atentos ao setor através da análise fundamentalista (com conhecimento profundo nas empresas e no setor) e preocupados com regras regulatórias e governança corporativa puderam vivenciar melhores resultados.

---

<sup>61</sup> HAGSTROM, Benjamin. O investidor inteligente. Editora Nova Fronteira, 2007. Tradução de: The Intelligent Investor (4.ed. rev.).

## 7. Bibliografia Principal:

- SCHROEDER, Alice. **A bola de neve – Warren Buffett e o negócio da vida**. GMT Editores Ltda, 2008;
- HAGSTROM, Benjamin. **O investidor inteligente**. Editoria Nova Fronteira, 2007. Tradução de: The Intelligent Investor (4.ed. rev.);
- HAGSTROM, Robert. **The Warren Buffett Way**. Segunda Edição. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.
- Coleção Saraiva de Legislação. **Lei de Sociedades Anônimas**. Editora Saraiva, 10ª edição, atualizada e aumentada, 2008.
- PINHEIRO, Armando e SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Editora Campus/Elsevier, 2005, São Paulo. **Capítulo 7: A regulação Setorial na Infra-Estrutura**.
- GIAMBIAGI, Fabio, REIS, José e URANI, André em **Reformas no Brasil: Balanço e Agenda**. Editora Nova Fronteira, 2004, Rio de Janeiro. PIRES, José e REIS, José no **capítulo 16, O setor elétrico: a reforma inacabada**.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Editora Qualitymark, 5ª reimpressão, 2003.
- IBGC. **Uma década de governança corporativa – história do IBGC, marcos e lições da experiência**. Editora Saraiva e Saint Paul Institute of Finance, 2006.
- Site do Ministério de Minas e Energia: [www.mme.gov.br](http://www.mme.gov.br).
- Site de Aswath Damodaran: [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar).
- Site da BM&F Bovespa: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).
- Site da Comissão de Valores Mobiliários: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- Site do Wikipedia: [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org).