

GOVERNANÇA CORPORATIVA: VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES NO BRASIL E O NOVO MERCADO

UELINGTON DE OLIVEIRA GAMA

titimuog@yahoo.com.br

FASF

MARCUS VINICIUS BARBOSA

marcus.barbosa@ig.com.br

FASF

RHANICA EVELISE TOLEDO COUTINHO

profarhanica@gmail.com

FASF

SALETE LEONE FERREIRA

salete_leone@yahoo.com.br

UniFOA

CRISTINA NOVIKOFF

c_novikoff@yahoo.com.br

UNIGRANRIO

Resumo: A demanda por melhores resultados e a busca pela gestão profissionalizada tem se fortalecido bastante no Brasil, devido ao crescimento exponencial de empresas brasileiras nos mercados internacionais, pela sequência de privatizações das empresas estatais e do crescimento de investidores estrangeiros. Contudo, a governança corporativa, além de compor importante fonte estratégica para as empresas, busca alternativas para fortalecer e mitigar eventuais problemas causados por uma gestão deficiente, através de procedimentos e ações que a Alta Administração da organização realiza para sua adequada gestão. O objetivo geral deste trabalho consiste em identificar se a adesão ao nível mais exigente de governança corporativa (Novo Mercado) traz alguma vantagem competitiva para empresa. Será verificado também como os agentes de Governança, tais como: acionistas, Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Diretoria Executiva, Auditoria Independente e os demais stakeholders, contribuem para o aprimoramento e desenvolvimento das práticas e normas de boa conduta para agregação de valor à organização. O presente estudo utilizou-se de pesquisa teórica e qualitativa, elaboradas a partir da releitura do estudo de caso da Natura Cosméticos S.A, através da análise das práticas de governança corporativa da empresa. Verificou-se os fatores e aspectos importantes adotados pela empresa para sua perenidade e pontos positivos ou negativos gerados por tais práticas. Concluiu-se que a adoção das melhores práticas disseminadas pelo Novo Mercado constitui-se passo fundamental para a consecução dos objetivos organizacionais. Possui a capacidade de geração de valor aos acionistas, devido a alta credibilidade gerada para os investidores, e permite um aumento no nível da qualidade das

informações geradas pela empresa. Desta forma, traz para a organização uma nova capacidade de crescimento com investimentos mais conscientes e planejados.

Palavras Chave: Governança Corporati - Novo Mercado - Mercado de Capitais - Valor da Empresa - Vantagem Competitiva

1. INTRODUÇÃO

O mercado brasileiro tem se mostrado cada vez mais dinâmico e competitivo, à medida que a globalização tem tornado o acesso à informação mais fácil, colaborando assim, para o aumento da concorrência, e para a necessidade das empresas tratarem a governança corporativa e a gestão de riscos com mais efetividade, devido a fatores internos e externos à empresa, cujo desencadeamento pode alterar o objetivo organizacional.

O crescimento exponencial de investidores no mercado brasileiro nos últimos anos, devido ao aumento de empresas abertas e da estabilidade da economia, transmudou o país a um nível bem mais elevado de governança, onde a taxa de retorno aos acionistas passaram a sobrepôr a taxa de risco. Por conseguinte, o investidor passou a ser mais exigente e comprometido, além de garantir que os recursos empregados irão impulsionar o negócio.

No Brasil, os Conselhos de Administração - Profissionais ou Independentes - surgiram em resposta a esse movimento por boas práticas de Governança Corporativa com intuito de tornarem as empresas mais atrativas para o mercado, o que representa uma grande importância para captação de investidores, uma vez que houve um aumento significativo de investimentos de estrangeiros no mercado de capitais brasileiro, o que reforçou a necessidade das empresas se adaptarem às exigências e padrões internacionais, além de dar mais transparência aos resultados para aumentar sua atratividade.

O objetivo geral deste trabalho consiste em identificar se a adesão ao nível mais exigente de governança corporativa (Novo Mercado) traz alguma vantagem competitiva para empresa, e objetivos específicos, se as referidas práticas contribuem para a redução do custo de capital e aumento do valor de mercado. Será verificado também como são entendidos o papel dos agentes de Governança, tais como: Acionistas, Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Diretoria Executiva, Auditoria Independente e os demais *stakeholders* (partes interessadas à empresa). Se estes contribuem para o aprimoramento e desenvolvimento das práticas e normas de boa conduta para agregação de valor à organização.

Portanto, para identificar as vantagens, como também os benefícios que a governança corporativa traz para o desenvolvimento corporativo, será realizada uma pesquisa teórica dividida em três etapas; primeiro uma pesquisa qualitativa a partir de uma revisão bibliográfica, em seguida um processo de seleção de um Estudo de Caso já existente da Empresa Natura e por último a seleção de um trecho do estudo de caso, cujo assunto abordado possa ser utilizado como fonte de pesquisa para realização da análise crítica, elaborada através da releitura de um recorte do estudo apresentado.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1- CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para definir governança corporativa, faz-se necessário entender a etimologia das duas palavras: “governança”, que conforme Bueno (1999, p.259) significa governo, administração e “corporação”, que para o referido autor, trata-se de um conjunto de pessoas sujeitas à mesma regra ou estatuto. Contudo, essa tradução proveniente do inglês *Corporate Governance*, não traduz exatamente o conceito de governança corporativa. Logo pode-se dizer que Governança Corporativa configura um conjunto de sistemas, processos e políticas que regulam o funcionamento de uma empresa, ou seja, se caracteriza pela utilização de

várias técnicas para direcionar o objetivo organizacional, assim como diminuir a assimetria informacional.

O progresso de uma companhia e o valor gerado para a empresa, assim como retorno aos acionistas, enfatizam debates teóricos há vários anos. Baseado neste contexto, a Governança Corporativa surge da necessidade de alinhamento de interesses entre diversas partes, e da manutenção de confiança dos investidores nas organizações. Caracteriza-se como um tema voltado para a alta gestão da empresa, ou seja, executivos, conselheiros e acionistas, porém, também possui abrangência sobre as relações entre os diversos atores envolvidos. Na visão de Leal (2006, p.5) corresponde a "[...] um conjunto de princípios e práticas que procura minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes [...] (*stakeholders*) com o objetivo de reduzir o custo de capital e aumentar tanto o valor da empresa quanto o retorno aos seus acionistas.

Além das abordagens supracitadas, a governança corporativa também repercute nos âmbitos social, econômico e ambiental, visto que na atualidade, há uma crescente atenção com relação aos intangíveis das empresas, e a temas ligados a sustentabilidade. Por conseguinte, as organizações procuram se adequar da melhor maneira possível aos padrões de governança, gerindo marca e reputação de uma forma mais qualificada, e focando na melhora do gerenciamento de riscos.

Todavia, a governança corporativa não tem caráter obrigatório, por não ser uma exigência expressa em lei, ou seja, as empresas que adotam as melhores práticas de governança fazem uma adesão voluntária, acreditando que terão um ganho real ao aderir a algum determinado código de conduta. Ao fazer a adesão às boas práticas de governança corporativa, as empresas sinalizam ao mercado, onde se comprometem a seguir padrões de boa conduta nas diversas áreas, fazendo com que os investidores e demais partes interessadas valorizem positivamente o desempenho da empresa, percebendo um maior grau de transparência. Segundo Siffert (1998, p. 123-146) corresponde a “[...] controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem duas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.”

Tal afirmativa evidencia que todos os esforços da empresa, estão voltados para um melhor desempenho e valorização das ações no mercado, atraindo investidores que buscam empresas sólidas e com altos índices de liquidez.

1.2- EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Um dos principais estudos sobre governança corporativa foi desenvolvido por Berle e Means (1932), onde verificaram uma modificação significativa na estrutura das sociedades das empresas norte-americanas, adquirindo uma formação mais dispersa. A partir dos anos 70 começou-se a perceber uma diferenciação das estruturas de controle e propriedade nas empresas.

Como país pioneiro no movimento de boas práticas e governança corporativa, os Estados Unidos, em virtude da pulverização do capital nas bolsas de valores, despertaram para a necessidade de novas regras que protegessem os acionistas, dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inatividade dos conselhos de administração e das irregularidades da auditoria externa. Berle e Means (1932).

A partir da década de 1980, o abuso de poder por parte dos executivos e dos conselheiros nos Estados Unidos passou a ser mitigados pela onda de *takeovers*, que consiste no processo de modificação do controle acionário, por meio da compra da maioria das ações, e pelo ativismo dos investidores institucionais, que perceberam a necessidade de criar um sistema de ação do mercado contra uma administração ineficaz, que seguia no sentido contrário ao interesse dos acionistas.

Os fundos de pensão foram pioneiros neste processo de mudança, depois de perceberem que grandes empresas rejeitavam ofertas de compra das ações em detrimento aos interesses dos acionistas, gerando prejuízo para os mesmos. Neste período, os investidores institucionais criaram documentos com indicações para melhorar a relação das empresas para com o mercado, iniciando um processo fundamental para uma boa governança, onde transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa passaram a se tornar os pilares da governança corporativa. A partir daí, os investidores institucionais, passaram a exercer um crescente monitoramento sobre a governança corporativa.

Em consequência aos escândalos empresariais, o congresso americano publicou, no final de julho de 2002, a lei *Sarbanes-Oxley (SOX)*, que apresentou penalidades rigorosas para quem prejudicasse o mercado de capitais.

Outro país referencial em governança corporativa é a Inglaterra, iniciando seu movimento de boas práticas no final da década de 1980. O primeiro documento sobre governança corporativa no país foi publicado pelo Comitê *Cadbury*, que objetivou analisar as práticas contábeis e de governança corporativa das organizações britânicas.

Em 1998, o comitê *Hampel*, que fez uma revisão de códigos anteriores, publicou seu código de governança corporativa, que desde então, passou a ser referencial, tornando-se exigência para listagem na bolsa de valores de Londres. Segundo Ventura (2005, p. 232) “Como se sabe, o comportamento dos investidores institucionais é um dos principais responsáveis pelo aumento da importância e pelo exercício de melhores práticas de governança corporativa no mundo.”

No Japão, o processo de industrialização ocorreu com uma forte atuação do estado, financiada por cartéis, associações de comércio e bancos, passando a administrar as grandes empresas, utilizando um modelo de governança corporativa que busca o interesse de diversos *stakeholders*.

Na Alemanha, na década de 1990, pela necessidade de seguir padrões internacionais, as empresas alemãs adotaram boas práticas de governança, estimulando a criação do *Neuer Market* (Novo Mercado) alemão, com um papel inicial de atrair empresas de vários setores, e posteriormente listar empresas comprometidas com boas práticas de governança corporativa.

1.3- EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A governança corporativa, a partir dos anos 70, começou a ser mais explorada no Brasil, com o entendimento do governo de que o mercado de capitais era peça chave para o desenvolvimento do país. Criou uma série de alternativas, tais como a criação da lei das S/A (Lei 6404/76), assim como criou métodos para promover o mercado de capitais, conforme Silva (2006).

Naquela época, o governo obrigava os fundos de pensão à comprar ações, além de ter incentivos fiscais, dentre outras formas de estimular o mercado. Como a maioria das empresas tinha administração familiar, os controladores temiam a perda do controle, dificultando o

crescimento do mercado. Para tanto, a legislação vigente da época, introduziu algumas cláusulas que revertiam ou pelo menos amenizavam a superioridade dos acionistas controladores. O aumento do limite das ações preferenciais, por exemplo, compensa o direito de voto, com um pagamento de 10% a mais do que as ações ordinárias.

Outro marco no desenvolvimento da governança corporativa no Brasil foi a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais que além de outras características, tem como premissa básica fiscalizar, desenvolver e regulamentar o mercado de capitais brasileiro de valores mobiliários.

A governança corporativa no Brasil teve sua devida importância, a partir da década de 90, com os escândalos empresariais e com a falência de algumas empresas de capital aberto, colocando em dúvida, a eficiência administrativa das empresas. Outro fator que fez o tema ganhar destaque, tanto no ramo empresarial, quanto no acadêmico, foi o aumento dos investidores estrangeiros no país, que fez com que o mercado percebesse a necessidade de profissionalização das empresas no país, para conseguirem concorrer com as multinacionais, e consequentemente atrair novos investidores.

A BMF&BOVESPA com o intuito de melhorar e desenvolver as práticas no mercado criou em dezembro de 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, incluindo o Novo Mercado, que configura o mais alto nível de governança corporativa.

Com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, outro importante órgão, contribuiu de forma significativa para o incentivo à governança corporativa no Brasil. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDS lançou diversos programas para aumentar o número de empresas comprometidas com a governança. Dentre os diversos programas implantados, pode-se destacar o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa, lançado no final de 2002.

Outro importante marco no processo de desenvolvimento da governança corporativa no Brasil foi a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração - IBCA, hoje chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC Criado em 1994, focado atualmente em todos os processos que envolvam as melhores práticas de governança corporativa.

1.4- AS FERRAMENTAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa, assim como outras técnicas de acompanhamento e avaliação, possui ferramentas decisivas para o bom desempenho e criação de valor para a empresa. Segundo o IBGC, a governança corporativa caracteriza-se por três ferramentas: o Conselho de Administração, o Conselho Fiscal e a Auditoria Independente. Contudo, a governança corporativa deve ser gerida, integrando tais características ao resto da empresa, otimizando o inter-relacionamento entre as partes envolvidas.

O Conselho de Administração, responsável pela orientação geral dos negócios da companhia, se apresenta como o principal órgão do sistema de governança, fazendo a ligação entre propriedade e gestão, além do acompanhamento no processo decisório. Os sócios delegam poderes aos conselheiros, que por sua vez tem que prestar contas futuramente aos mesmos, cuja essência legal esta na nova Lei das Sociedades Anônimas - S.A. Conforme Rodrigues (2003).

Todas as decisões do Conselho devem levar em conta o interesse da sociedade, e não apenas os de seus membros, trazendo à tona uma das atuações da governança corporativa, que

se apresenta como conflitos de interesses entre as partes, onde o interesse do Conselho pode vir a divergir com o interesse da sociedade, ocasionado em perda de valor para a organização.

Como principal responsável por definir as diretrizes estratégicas da organização, o Conselho de Administração deve aderir de forma rotineira a transparência nas informações, assim como os Conselheiros devem observar de forma clara suas responsabilidades, podendo responder tanto civil como criminalmente, pois não são admitidas atitudes e decisões que contrariem as normas pré acordadas entre os sócios.

O Conselho Fiscal, por sua vez, tem a premissa básica de fiscalizar os atos demandados pela companhia, podendo ser permanente ou não, conforme o acordo entre os acionistas. Sua instauração depende do acionamento de algum sócio ou grupo de sócios.

Nas companhias de capital aberto, o Conselho Fiscal não se instala em tempo integral, o que se difere das sociedades de economia mista, visto que há neste caso o interesse público. Um dos principais objetivos do Conselho Fiscal consiste em prover um parecer sobre os projetos dos órgãos da Administração, tal como denunciar, qualquer membro, aos órgãos da Administração, caso não seguirem as determinações para resguardar os interesses da organização.

Outra ferramenta que compõe o processo de governança na empresa conceitua-se como Auditoria Independente, que tem a finalidade básica de conferir se as demonstrações financeiras revelam satisfatoriamente a realidade da sociedade. Torna-se obrigatório que as organizações sejam auditadas por um auditor externo independente, podendo contratar tais serviços para informações não financeiras, dependendo do interesse da Administração.

A escolha da governança corporativa por uma ferramenta independente a empresa, baseia-se pelo fato de que a Auditoria Independente exprime um parecer justamente independente à gestão, evitando que haja fraudes na Administração, contribuindo para um processo eficiente de prestação de contas.

Os assuntos relativos à políticas contábeis, casos de divergência com a Diretoria Executiva, análise de riscos de probabilidade de fraudes, falhas no controle interno, assim como novas alternativas de gestão, são tratados pelo Comitê de Auditoria, e na falta deste, o Conselho de Administração. Na contratação dos Auditores Independentes existe uma definição concreta do período de sua instalação, com o intuito de garantir sua independência, observando a legislação vigente e os regulamentos em vigor.

2. FATORES ESTRATÉGICOS DE GOVERNANÇA PARA SOBREVIVÊNCIA E PERENIDADE DAS ORGANIZAÇÕES

2.1- O MERCADO DE CAPITAIS: NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA

Desde o final dos anos 90, quando mercado de capitais brasileiro passava por uma crise considerada de grandes proporções, devido a falta de transparência, buscava-se criar mecanismos para recuperar a saúde financeira do país. O número de empresas listadas na bolsa de valores caiu vertiginosamente.

A crise na época se deu pela falta de apoio a que viviam as empresas brasileiras, cujas leis beneficiavam os acionistas majoritários em detrimento dos minoritários. Para tal situação, foi introduzido na lei, um mecanismo chamado *Tag Along*, que justamente surgiu para dar

mais segurança para o acionista minoritário caso venha a ocorrer a troca de controle da empresa.

A BM&FBOVESPA, uma companhia de capital aberto, criada em 2008, responsável por intermediar as operações no mercado de capitais, se destaca por ser uma das grandes fomentadoras das boas práticas de governança corporativa no Brasil, criando dentre outros, os segmentos de listagem da bolsa, que com o passar do tempo, se tornaram referência em governança. Chamados de níveis diferenciados de governança corporativa, o nível I, nível II e o Novo Mercado, trouxeram à tona, uma realidade que ultrapassou as barreiras da legislação, visto que sua adesão nunca foi obrigatória, mas necessária para a valorização das ações das empresas. Os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, em suma, são regras fixadas em um Regimento interno de Listagem da Bolsa, seguidas por empresas de capital aberto que se comprometam com o desenvolvimento sustentável.

A introdução dos segmentos de mercado da Bolsa de Valores foi um marco histórico para o mercado de capitais brasileiro, pois as companhias passaram a se desenvolver continuamente, visto o retorno positivo percebido pelos investidores. A diferenciação dos níveis de governança foi necessária, pois as empresas precisavam mudar sua cultura organizacional de forma gradativa, sem alterar de forma drástica seus processos, sejam eles operacionais, gerenciais, ou estratégicos.

Além dos níveis diferenciados de governança corporativa, supracitados, com o intuito de desenvolver e introduzir pequenas e médias empresas no mercado de capitais, a BM&FBOVESPA criou em 2004, a Bovespa Mais, que trouxe a oportunidade de crescimento para as empresas que ainda não se enquadravam nas condições do Novo Mercado.

Com a necessidade de adequação aos padrões mundialmente utilizados, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis- CPC, introduziu no Brasil regras de demonstrações financeiras, emitidas pelo *International Accounting Standards Board (Iasb)* com o objetivo de aumentar a transparência e a clareza sobre a real situação da empresa.

Neste sentido as empresas que fazem adesão ao Nível 1 empenham-se principalmente com a transparência das informações e com a divisão acionária. As empresas que fazem adesão ao Nível 2 empenham-se em satisfazer todas as prerrogativas do Nível 1, além de enfatizar os direitos suplementares para os acionistas minoritários.

As empresas que aderem ao Novo Mercado (Nível III), precisam satisfazer todas as prerrogativas dos Níveis 1 e 2, emitindo somente ações ordinárias, ampliando o direito de voto a todos os acionistas, além de oferecer 100% de *tag along*, no caso de venda do controle da empresa. As exigências de adesão ao Novo Mercado, segundo Silva e Leal (2007) são:

Tabela 1: Nível de exigências apresentadas no Novo Mercado

Adesão às regras do Novo Mercado através de assinatura de contrato entre a empresa e a BM&FBOVESPA;
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos societários.
Apenas ações ordinárias;
Conselho Fiscal com maiorias de minoritários;
Obrigatoriedade, quando na venda do controle, da compra das ações dos minoritários nas mesmas condições de negociação do bloco majoritário (<i>Tag Along</i>);



Compromisso de não emissão de partes beneficiárias;

Mandato unificado para todo o conselho;

Convocação de Assembleia geral com antecipação de 15 dias;
--

A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa trouxe para as empresas melhores condições para conquistar a confiança dos investidores, além de potencializar a valorização dos seus ativos. Contudo, o mercado de capitais brasileiro ainda precisa estimular de forma contínua a adoção das melhores práticas de governança corporativa, visando adquirir maior credibilidade no mercado, pois o investidor ainda continua reticente. O Novo Mercado, assim como outras técnicas, surge para despertar o interesse das empresas em conseguir alcançar seu objetivo organizacional, com transparência, visando um desenvolvimento sustentável.

2.2- SUSTENTABILIDADE NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa, como parte integrante no sucesso das empresas, além de potencializar a necessidade de adoção de boas práticas de gestão, procura criar uma consciência ideológica com relação a sustentabilidade, devido ao crescimento acelerado das organizações, e da falta de políticas ambientais capazes de equilibrar o crescimento desordenado.

Com a crescente abordagem sobre sustentabilidade, órgãos reguladores e fomentadores da governança corporativa no Brasil, criaram suas regras e políticas baseadas não só nos balanços contábeis, desenvolvendo um pensamento econômico mais limpo nas organizações, viabilizando assim, conseqüentemente uma nova forma de gestão. O Novo Mercado, como exigência máxima em governança corporativa da BM&FBOVESPA, também tem como parte integrante do seu regulamento a observância dos impactos negativos causados pelas empresas, apresentando medidas preventivas e corretivas, com o intuito de subsidiar o planejamento estratégico na gestão ambiental.

A partir da década de 1980, com a criação do conceito de desenvolvimento sustentável pela ONU chegou-se ao entendimento de que as empresas precisariam atender suas necessidades, sem comprometer as gerações futuras, os órgão fomentadores da governança corporativa no Brasil, adicionaram essa estrutura sustentável como regra básica para o auxílio no crescimento sustentável das organizações.

Como exigência e padrão de governança, as empresas anualmente preparam relatórios sobre suas atividades relacionadas com fatores ambientais, econômicos e sociais. Assim, como parte integrante do processo de governança, além de beneficiar os acionistas, a responsabilidade corporativa (sustentabilidade) agrega valor para a sociedade.

2.3- PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONFLITOS DE AGÊNCIA E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

O advento das grandes corporações, e a crise de 1929, que afetou muitos países, gerando consideráveis prejuízos para os investidores, fez surgir um novo padrão de controle organizacional, onde o principal, como possuidor da propriedade, confia ao agente o poder de deliberação sobre essa propriedade. O conflito de agência surge nessa separação onde os

interesses do primeiro nem sempre estão em consonância com os interesses do último. (WILLIAMSON, 1988)

Várias teorias formalizaram técnicas e métodos para atenuar os conflitos de agência, porém o estudo de maior relevância na governança corporativa foi desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), dois administradores e estudiosos sobre negócios. Através de mecanismos de análise, eles regulamentaram a teoria da agência, criando um padrão de custos focado nos acionistas. Inicialmente, a teoria era voltada para as empresas americanas, porém expandiu-se para outros países, devido ao excelente nível de aplicabilidade.

Os contratos firmados entre o agente e principal, procuram intensificar ao máximo a necessidade de maximização da riqueza do principal. Entretanto, muita das vezes, o agente age de acordo com sua satisfação pessoal, se preocupando com sua estabilidade no trabalho, além de vislumbrar outras vantagens pessoais, podendo agir contrariamente aos interesses da empresa, e conseqüentemente diminuindo seu valor de mercado.

No Brasil, os conflitos de agência influenciam de forma direta na geração de valor para as companhias, já que as empresas possuem uma propriedade expressivamente concentrada nas mãos dos acionistas controladores, passando dessa forma a preocupação entre principal e agente para acionista majoritário e minoritário. Contudo, o sistema de governança corporativa deve estar alinhado a tais conflitos, pois o acionista minoritário espera que haja o devido respeito e transparência por parte dos majoritários.

A carência de transparência das organizações e o tratamento equivocado dos acionistas majoritários com os minoritários representam no Brasil uma das principais causas para o mau desempenho do mercado acionário, provocando sérios resultados para a eficiência econômica do país. Em consequência da má gestão, os investidores deixam de empregar recursos nas empresas, além de mitigar o financiamento de projetos.

A percepção de valor dos investidores configura uma etapa de suma importância na criação de vantagem competitiva para as empresas, visto que as mesmas devem gerenciar os diversos fatores que envolvam a satisfação daqueles que pretendem investir seu capital no crescimento de atividades que potencializem os resultados almejados. Como o alinhamento de interesses entre o acionista majoritário e o minoritário cria uma superioridade competitiva para as organizações, os estudos das mais diversas ferramentas de governança corporativa com relação aos esforços de mensuração dos efeitos causados pela assimetria informacional, geram um importante instrumento corporativo, visto que tal assimetria se caracteriza pelo grau de concentração de propriedade das empresas, ao acesso a novas fontes de financiamento, além das políticas de dividendos praticadas.

3. ESTUDO DE CASO

3.1 –METODOLOGIA

A metodologia utilizada neste trabalho foi dividida em revisão bibliográfica e Estudo de Caso, já existente no banco de dados do Google Acadêmico da Empresa Natura Cosméticos.

3.2 – CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

A marca Natura, encontrada na França e em sete países da América Latina, se caracteriza por ser uma empresa genuinamente brasileira, sendo líder no mercado de cosméticos no país. Fabrica, distribui e comercializa cosméticos, produtos de higiene pessoal e fragrâncias, adquirindo notável reconhecimento no seguimento de mercado em que atua, devido ao excelente comportamento empresarial com relação às dimensões econômicas, social e ambiental.

Criada em 1969, pelo economista Antonio Luiz da Cunha Seabra, com apenas uma loja e um laboratório, a Natura conseguiu obter um crescimento continuado até se incorporar à quatro empresas que passaram a compor o sistema Natura. Na mesma época foram definidas as formas de comercialização da empresa, optante pela escolha de vendas diretas. Em 1983, a empresa tornou-se uma das primeiras empresas a comercializar produtos com refil ou recargas. Na década de 90, começou a ganhar competitividade para enfrentar um mercado que se tornava cada vez mais globalizado, com a associação de experientes diretores multinacionais na empresa.

Em 2000, a Natura consciente do dever de crescer de forma sustentável, criou a linha Natura Ekos, com produtos e fragrâncias fabricados a partir de ativos adquiridos na flora brasileira. O novo modelo de negócios desenvolveu produtos conservando a floresta em pé, e contou com o auxílio de 23 comunidades rurais. O objetivo da nova linha era criar uma consciência de responsabilidade, pois entendia que a correta utilização da natureza era fundamental para criar uma riqueza sustentável. As parcerias com a comunidade rural permitiram tornar a linha Natura Ekos um sucesso, pois alinhou o desenvolvimento social, a consolidação da economia, além de utilizar a própria natureza para a fabricação dos seus produtos, o que deu uma grande notoriedade para a empresa.

Desde 2004, ano em que a empresa abriu seu capital, a Natura detém ações listadas no Novo Mercado, configurando uma definitiva atenção aos assuntos ligados ao desenvolvimento sustentável, concatenando conhecimento específico com a cultura das comunidades tradicionais, para desenvolver técnicas rigorosas da manutenção da biodiversidade botânica brasileira. Além das rígidas normas de segurança internacionais, na fabricação dos produtos, não há testes com animais, resultando no uso consciente dos recursos produtivos.

Como reconhecimento ao empenho demonstrado pela Natura em produzir e desenvolver produtos sustentáveis e pela adoção de práticas mais rígidas de governança corporativa, em 2005 a empresa foi incluída no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa, que busca iniciativas de constituir um ambiente de investimento adequado às demandas de desenvolvimento sustentável, fomentando a responsabilidade ética das organizações.

Como mencionado anteriormente, a Natura está presente em Paris, França, no bairro de *Saint-Germain-des-Près*, além de países como Argentina, Chile, Peru, México, Venezuela, Colômbia e Bolívia. O crescimento do canal de vendas diretas e a aceitação da marca fez com que a empresa continuasse investindo nestes países, além da criação de laboratórios de pesquisas e tecnologia para substituir, por exemplo, testes com animais. Vale lembrar que no Brasil, a prática de uso de animais em experimentos, segundo a lei 11794/08, limita-se a universidades e escolas técnicas que atuam na área biomédica. Na Bolívia, a comercialização dos produtos funciona através de um distribuidor independente, nos outros países assim como no Brasil, utiliza-se o canal de vendas diretas.

Dentro do contexto do desenvolvimento pessoal, a Natura considera os consultores, que se caracterizam pela ligação entre o consumidor final e a empresa, como peça fundamental para o desempenho da organização. Existe um trabalho de desenvolvimento contínuo, primando a qualidade no atendimento, realizando um trabalho de geração de conhecimento, vivência dos benefícios do produto, além do efetivo entendimento dos conceitos dos produtos antes de vendê-los.

Em 2013, a companhia ainda procura formas de crescimento e expansão dos seus produtos. Para tanto, a Natura informou ao mercado no corrente ano que concluiu a aquisição de 65% da empresa australiana de cosméticos e produtos de beleza Emeis, que funciona sob a marca Aesop. A empresa comprada possui 61 lojas em 11 países, e o valor de aquisição foi cerca de R\$ 149 milhões.

3.3 – RELATO DO CASO

O presente estudo foi retirado banco de dados do Google Acadêmico, e propõe-se a fazer uma releitura da relação de boas práticas da Natura Cosméticos com o Mercado de Capitais, através de um estudo de caso nomeado Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa desenvolvido pelo Círculo de Companhias da Mesa-Redonda de Governança Corporativa da América Latina. A partir desse estudo fez-se o recorte da página 63 à pagina 68 para posterior análise.

Nas reuniões de negócios com os fundadores da Natura – Antônio Seabra, Guilherme Leal e Pedro Passos – uma pergunta era sempre levantada: “Quando a companhia irá lançar ações no mercado?” A empresa começou com uma pequena loja, no final dos anos 60, utilizando um capital inicial equivalente ao preço de um fusquinha na época. Hoje a Natura tem 4.128 empregados.

Por volta do ano 2000, a empresa estava estabelecendo novos padrões para o seu setor e para a cultura empresarial nacional. A Natura já era considerada um caso de sucesso. O que iria coroar todo esse sucesso, aos olhos do mercado? A abertura de seu capital.

Mas, uma IPO (*Initial Public Offering*, ou oferta inicial de ações) não era uma opção tão óbvia assim. A empresa gerava caixa suficiente para manter e expandir seus negócios. O modo como os acionistas controladores geriam a empresa inspirava confiança no mercado, atraía bons funcionários e encantava os consumidores? Quem poderia querer mais? Resposta: os exigentes fundadores da Natura.

A decisão de abrir o capital não se fundamentava em alguma necessidade financeira, mas em um profundo desejo de perpetuar não apenas os negócios da Natura, mas também o seu estilo de fazer negócios. Por muitos anos, o sucesso financeiro foi apenas parte da missão da Natura. A empresa se orientava por três critérios fundamentais na avaliação de seu próprio desempenho: responsabilidade corporativa social, ambiental e resultados financeiros. Os donos da Natura queriam ter certeza de que esse modo de gerir a empresa iria sobreviver a eles. Então a Natura lançou suas ações na bolsa de valores, abrindo com isso uma nova era para os mercados de capitais brasileiros. A bem sucedida IPO da empresa era um sinal de que o mercado receberia bem, boa empresa e boa governança, mesmo quando a economia enfrentava tempos difíceis.

A empresa ano 2000 passou a receber enormes investimentos em infra-estrutura e treinamento. Construiu-se um vasto complexo de instalações industriais, escritórios, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e centros de lazer. A empresa lançou também sua linha Ekos, um novo conceito em produtos gerados a partir da flora e da biodiversidade da Região Amazônica, exploradas de modo sustentável.

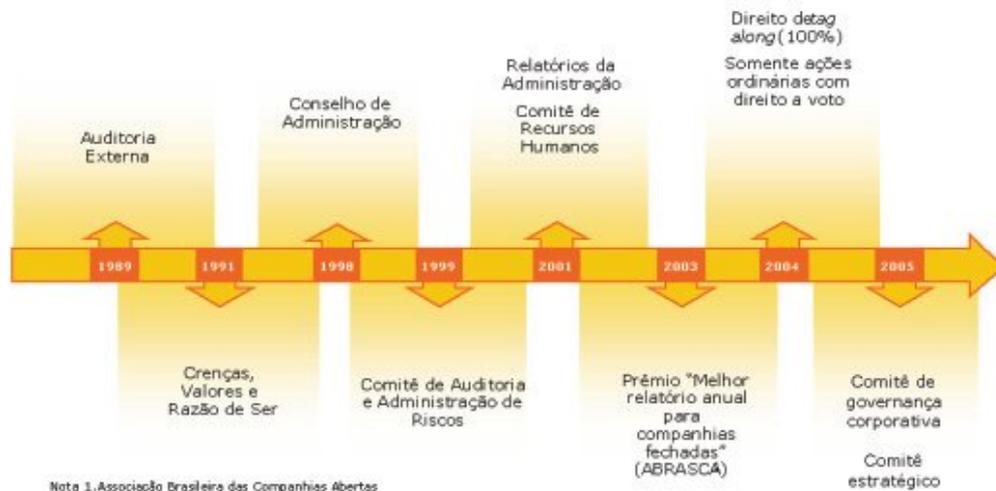
Caminhando Firme na Direção da Governança Corporativa

A Natura descreveu uma história substantiva em sua trajetória rumo à adoção de boas práticas de governança. Desde o começo, seus três comandantes enfocaram seus esforços na perpetuação da empresa. Eles decidiram implementar ações que aumentassem a credibilidade da empresa no mercado, alavancando seu desempenho por meio de um gerenciamento desafiador e, acima de tudo, construindo um ambiente corporativo democrático e participativo.

Quando a Natura afinal se decidiu por abrir seu capital, a empresa já tinha percorrido um longo caminho no sentido da implementação de boas práticas de gestão, tendo montado uma plataforma de governança muito bem estruturada. Seus balanços financeiros eram preparados de acordo com o US GAAP, seu Conselho de Administração incluía conselheiros externos, com o Comitê de Auditoria sendo também presidido por um conselheiro externo, e fora estabelecido um departamento de relações com os investidores.

Ao decidir em qual bolsa deveria listar suas ações, a escolha da Natura foi clara: ela optou por aderir voluntariamente aos requisitos de listagem do Novo Mercado, que era o segmento especial de governança corporativa mais exigente da BOVESPA.

Gráfico 1: Evolução da Governança Corporativa da Natura



As empresas do Novo Mercado somente podem emitir ações com direito a voto, e têm de garantir *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia) aos acionistas minoritários, ou seja, o direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia.

A Governança na Natura Hoje

Atualmente, o Conselho de Administração da Natura é composto de 5 conselheiros, 2 dos quais são conselheiros externos. Os cargos de Presidente do Conselho e de Presidente-Executivo são separados. Para ajudar o Conselho a executar suas funções, foram estabelecidos quatro comitês: de Estratégia, de Governança Corporativa, de Auditoria, Risco e Finanças, e de Recursos Humanos.

A empresa e suas subsidiárias pagam à direção e aos membros do Conselho uma remuneração mista, combinando uma parcela fixa e outra variável. O componente variável é baseado em metas econômico-financeiras, sociais e ambientais, sendo os objetivos específicos estabelecidos no início de

cada ano pelo conselho de administração. Além disso, são também oferecidas à alta administração opções de compra de ações. A remuneração total é publicada no Relatório Anual da empresa.

A empresa divulga trimestralmente seus relatórios de resultados, realizando também regularmente teleconferências com analistas do mercado financeiro. Os demonstrativos são preparados de acordo com as leis societárias brasileiras e com as melhores práticas de divulgação de informações. O Departamento de Relações com Investidores realiza várias reuniões por ano com analistas e investidores, com o propósito de discutir os resultados dos negócios e os acontecimentos relevantes nos mercados de produtos. O secretário de governança corporativa da Natura se reporta ao Conselho de Administração e é responsável pelas seguintes funções, importantes do ponto de vista da governança: Facilitar a interface entre a diretoria executiva e o Conselho de Administração; Ajudar a planejar a agenda anual do Conselho de Administração e definir a agenda de cada reunião do Conselho; e Como membro do Comitê de Governança Corporativa do Conselho de Administração, propor melhorias no sistema de governança corporativa da Natura e coordenar a implementação das melhorias aprovadas pelo Conselho.

A liderança da Natura em governança corporativa é amplamente reconhecida pelo mercado. Em 2005, a Natura conquistou importantes prêmios e expressões de reconhecimento, incluindo o prêmio de Empresa Brasileira Mais Admirada (concedido pela revista Carta Capital e pela *Interscience*) e o Prêmio de Relatório Social da ABRASCA.

Resultados

Suas vendas cresceram 33% em 2004 e 117% ao longo de três anos, com os valores passando de aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em 2001 a cerca de R\$ 2,5 bilhões em 2004. Suas operações no restante da América Latina também evoluíram consistentemente, apresentando um crescimento, em dólares, de 52% em 2004 e de 107% ao longo de três anos, passando de US\$ 11,6 milhões em 2001 a US\$ 24,1 milhões em 2004. Sua participação no mercado doméstico cresceu de 17,1% em 2003 para 19,2% em 2004 e para 21,4% em 2005. O lucro líquido da Natura subiu mais de 32% de um ano para o outro, passando de R\$ 300 milhões em 2004 a R\$ 397 milhões em 2005. Outras informações financeiras também retratam um crescimento expressivo, como indicado abaixo:

▪ Receitas operacionais líquidas: • 2004 – R\$ 1.770 milhões; • 2005 – R\$ 2.282 milhões; Custos e despesas líquidos (COGS + SG&A): • 2004 – R\$ 1.371 milhões; • 2005 – R\$ 1.750 milhões; Disponibilidade líquida: • 2004 – R\$ 97,2 milhões; e • 2005 – R\$ 198,9 milhões.

A Natura chegou ao final de 2004 com um EBITDA de R\$ 431,7 milhões, 46% maior do que em 2003. A geração bruta de caixa atingiu R\$ 385,6 milhões, o que estava 60,6% acima do número correspondente de 2003. Só em abril de 2005, as ações da Natura subiram 115%, em contraste com uma elevação de 31% no índice BOVESPA (Ibovespa) no mesmo período. Entre 31 de dezembro de 2004 e 31 de dezembro de 2005, o preço das ações da Natura se valorizou em mais de 38%, subindo de R\$ 14,44 para R\$ 19,94. De modo semelhante, a capitalização de mercado da empresa cresceu mais de 37% ao longo do mesmo período, passando de R\$ 6,2 bilhões em 31 de dezembro de 2004 para R\$ 8,5 bilhões em 31 de dezembro de 2005.

O preço das ações da Natura subiu 36,9% entre 1º de janeiro e 15 de agosto de 2006, uma taxa bem acima dos seguintes índices brasileiros: IBRX50, com 12,8% de aumento; IBRX100, 13,3% de aumento; ISE, 13,8% de aumento; ITAG, 19,5% de aumento; e IGC, 13,8% de aumento.

3.4 – ANÁLISE CRÍTICA

A empresa Natura obteve êxito na adesão ao Novo Mercado e na adoção das melhores práticas de governança corporativa. O nível de transparência, equidade entre os sócios, prestação de contas e responsabilidade corporativa, conferiu à organização uma maior

credibilidade no mercado, tornando a Natura uma das mais bem sucedidas empresas desde a criação do Novo Mercado.

A efetiva observância dos direitos isonômicos entre os sócios, e o aumento do grau de proteção ao acionista minoritário, reduziu os custos e o risco de capital da empresa, tornando-a referência nas relações de investimentos na Bolsa.

A lei societária brasileira prevê um Conselho de Administração composto por no mínimo três conselheiros. Através dos estudos e pesquisas realizadas na estrutura societária da Natura no pós IPO, foi evidenciado um quórum de cinco conselheiros, dentre os quais dois independentes. Considera-se boa prática de governança, a empresa que determina uma estrutura mínima de cinco conselheiros, além de estabelecer um mandato unificado de um ano.

Além do respeito às leis do Brasil e a adoção voluntária das melhores práticas de governança corporativa, a Natura possui um código de conduta que exige um forte comprometimento dos administradores e funcionários atrelados tanto na criação, quanto na disseminação do código. Além de definir ações e estratégias de gestão eficientes, o código define responsabilidades socioambientais, inerentes a consecução dos objetivos organizacionais.

Com relação a gerenciamento de riscos, a Natura tem um enfoque maior nos aspectos financeiro, de produtos, de meio ambiente, de segurança da informação e de consistência entre valores e práticas. Tais prospectos se formalizam, avaliando e identificando o impacto dos riscos e medidas para atenuar os embates em áreas específicas, através eficientes controles internos.

A política indicativa de distribuição de dividendos da Natura, fixando 15% a mais do lucro líquido ajustado exigido, fez com que a empresa em 2005, se tornasse uma das mais procuradas na bolsa, devido ao seu comprometimento em garantir aos acionistas uma política de dividendos justa. Como peça fundamental para a geração de valor à organização, além da estrutura de capital adotada e as perspectivas de crescimento, uma efetiva observância das expectativas dos acionistas com relação ao valor disponibilizado, fornece para a empresa parâmetros de avaliação sobre a necessidade de reavaliar os processos utilizados na definição dos pagamentos.

Com a adoção das melhores práticas de governança corporativa, a Natura almejou e conquistou vantagem competitiva com relação às empresas de cosméticos existentes no mercado brasileiro. Com os objetivos altamente direcionados e bem estruturados, o valor positivo de marca e reputação, foco no cliente e a qualidade superior dos produtos, a Natura se transformou em uma empresa extremamente sensível às mudanças ocorridas no mercado, porém sempre pronta para sanar as possíveis alterações que possam desviar seus objetivos.

4. CONCLUSÃO

Constatou-se que, de fato, as práticas de governança corporativa apresentadas pelo Novo Mercado contribuem para aumentar a liquidez dos ativos negociados, visto que as políticas e normas adotadas diminuem a volatilidade das ações, contribuindo para sua perenidade.

De maio de 2004, quando se iniciaram as negociações da Natura na BMF&BOVESPA, percebeu-se uma crescente profissionalização da gestão na empresa, além de um acompanhamento efetivo da disseminação das melhores práticas de governança

corporativa. A criação de uma segunda instância para auxiliar e analisar as melhores decisões da empresa, tendo como referência a transparência e a igualdade de condições entre os sócios, permitiu a criação de uma base estratégica sólida, focada na expansão acionária, caracterizando um crescente nível de competitividade com o mercado.

Com relação aos agentes de governança, observou-se uma maior necessidade de monitoramento e incentivo, além de equilibrar a assimetria informacional, para mitigar os conflitos de interesse, que são o objeto de análise da governança corporativa. Verificou-se que os *stakeholders*, contribuem para fornecer parâmetros de objetivos às empresas, com foco no desenvolvimento sustentável.

A adoção das melhores práticas disseminadas pelo Novo Mercado constitui-se passo fundamental para a consecução dos objetivos organizacionais. Possui a capacidade de geração de valor aos acionistas, devido a alta credibilidade gerada para os investidores, e permite um aumento no nível da qualidade das informações geradas pela empresa. Desta forma, traz para a organização uma nova capacidade de crescimento com investimentos mais conscientes e planejados.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- BM&FBOVESPA – Bovespa Mais. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp. Acesso em 27 de março de 2013.
- BM&FBOVESPA – Nível I. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp. Acesso em 26 de março de 2013.
- BM&FBOVESPA – Nível II. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp. Acesso em 26 de março de 2013.
- BM&FBOVESPA – Novo Mercado. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp. Acesso em 26 de março de 2013.
- BRAGA, Benedito Braga. O desafio do desenvolvimento sustentável. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- BRASIL. Lei n. 11.794, de 08 de outubro de 2008. Regulamenta o inciso VII do § 1º do art. 225 da Constituição Federal, estabelecendo procedimentos para o uso científico de animais; revoga a Lei nº 6.638, de 8 de maio de 1979; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/111794.htm> Acesso em: 15 de maio de 2013.
- BUENO, Silveira. Dicionário Silveira Bueno. São Paulo: Didática Paulista, p. 259 e 450, 1999.
- COLOMBO E GALLI, Jéfferson Augusto e Oscar Claudino. Governança corporativa no Brasil. Níveis de governança e rendimentos anormais. Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão v.9 n.4 Lisboa, Porto Alegre, p. 26-37, out/dez 2010.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2010. 4ª edição. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 06 de março de 2013.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Guia de Sustentabilidade para as Empresas. 2007. 4ª edição. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CadernoGovernanca.aspx?CodCaderno=6>. Acesso em: 11 de abril de 2013.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 11, p. 5-50, 1976.
- MESQUITA, Fernando C. Estudo de Caso Natura in GUERRA, Sandra (coord). Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa. Círculo de Companhias da Mesa-Redonda de Governança Corporativa da América Latina 2ª edição. 2005.
- NATURA. Natura Cosméticos S.A. Disponível em: <<http://scf.natura.net/Conteudo/Default.aspx?MenuStructure=5&MenuItem=1>>. Acesso em 08 de maio de 2013.



NATURA EKOS. Natura Cosméticos S.A. Disponível em: <<http://naturaekos.com.br/valores-da-marca/natura-ekos-voce-faz-parte-desta-historia>>. Acesso em: 21 de maio de 2013.

REVISTA CAPITAL ABERTO. 5 anos de Novo Mercado. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=49&i=1069>. Acesso em 06 de maio de 2013.

RODRIGUES, José Antonio. Dilemas na Gestão Corporativa. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. Revista do BNDES. Rio de Janeiro. v. 5, n. 9, jun. 1998.

SILVA, André Luiz Carvalho. Governança Corporativa e sucesso empresarial. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA E LEAL, André Luiz Carvalho e Ricardo Pereira Câmara. Governança Corporativa. Evidências Empíricas no Brasil. São Paulo: Atlas S/A, 2007.

VENTURA, Luciano Carvalho. Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul, 2005.

WILLIAMSON, O. Corporate finance and corporate governance. Journal of Finance, v. 43, p. 567-591, 1988.