



A experiência internacional em Governança Corporativa como fator redutor das assimetrias de informação do mercado de capitais brasileiro: mitigação da ocorrência de *insider trading*

Marcos Aurélio Florêncio da Silva (UEPG) marcos_florencio@terra.com.br

Sérgio Escorsim (UEPG) escorsim@uol.com.br

Adriano Demeterko (UEPG) d.adriano@hotmail.com

Jader Luis da Cas (UEPG) jader.dacas@bol.com.br

Luis Carlos V. de Sá Barreto (UEPG) luisvbarreto@gmail.com

Resumo

Um mercado de capitais desenvolvido é um ambiente de negociação que estimula a operação de investidores, através de maior segurança quanto aos seus direitos societários e melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, e das próprias empresas, que tem a vantagem de melhorar sua imagem institucional e reduzir o custo do capital. Vários exemplos têm sido apresentados ao redor do mundo da eficácia da Governança Corporativa na melhoria dos mercados de capitais, através da redução da assimetria informacional entre os acionistas minoritários e majoritários.

Este artigo pretende apresentar a importância da regulação jurídica e da redução do Estado no mercado financeiro para o surgimento de um mercado transparente e confiável, que possibilite às empresas reduzir o custo de aquisição do seu capital e aos investidores uma alternativa viável para suas poupanças.

Palavras-Chave: Bovespa, Novo Mercado, transparência do mercado.

1. Introdução

Um mercado de capitais desenvolvido é um ambiente de negociação que estimula a operação de investidores, através de maior segurança quanto aos seus direitos societários e melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, e das próprias empresas, que tem a vantagem de melhorar sua imagem institucional e reduzir o custo do capital. Vários exemplos têm sido apresentados ao redor do mundo da eficácia da Governança Corporativa na melhoria dos mercados de capitais, através da redução da assimetria informacional entre os acionistas minoritários e majoritários.

Este artigo pretende apresentar a importância da regulação jurídica e da redução do Estado no mercado financeiro para o surgimento de um mercado transparente e confiável, que possibilite às empresas reduzir o custo de aquisição do seu capital e aos investidores uma alternativa viável para suas poupanças.

Na primeira parte apresenta-se o Novo Mercado da Bovespa e a sua relação com a Governança Corporativa. Na segunda parte mostra-se o impacto da Governança Corporativa no aumento da transparência do mercado fazendo, para isso, uma comparação entre o mercado financeiro brasileiro da década de 90 e a situação atual do mercado de capitais brasileiro, após a implantação do Novo Mercado. Na parte quatro esclarece-se a relação entre Governança Corporativa e *insider trading*, apresentando-se as causas e conseqüências da assimetria informacional nos mercados

financeiros e, também, as características gerais dos mercados subdesenvolvidos e as formas bem-sucedidas de controle.

2. O Novo Mercado da Bovespa e a Governança Corporativa

De acordo com a Cartilha da Comissão de Valores Mobiliários de Governança Corporativa (2002, p.2) a GC 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, tratamento dos acionistas e prestação de contas”.

Um dos principais objetivos da GC é evitar desvios por controladores e administradores, ou seja, por indivíduos que tem poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia. Ainda nesse sentido, a GC procura tornar mais transparente os procedimentos das empresas para evitar o acontecimento de *insider trading*.

Neto e Famá (2001, p.1) afirmam que “o subdesenvolvimento do mercado de capitais dificulta a captação de recursos por parte das empresas”. Isso ocorre porque, devido à falta de transparência e confiabilidade das bolsas, o custo de manutenção da empresa torna-se maior e ocorre a subvalorização dos preços das ações no mercado primário, o que força as empresas brasileiras ou a fecharem o seu capital ou a migrarem para o exterior através da emissão de ADR's (*American Depositary Receipts*), o que atrofia a bolsa de valores brasileira.

Para superar esse enfraquecimento do mercado de capitais, em 2000, baseado no *Neuer Markt* alemão, a Bovespa implantou o Novo Mercado, conduzido por regras de listagem diferenciada (CAMARGOS E BARBOSA, 2006). O Novo Mercado “trata-se de um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa (GC) e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação” (BOVESPA, 2007).

Na ocasião da implantação do Novo Mercado a Bovespa também implantou os Níveis Diferenciados de GC – níveis 1 e 2. Pode-se afirmar que, enquanto os Níveis Diferenciados de GC são voltados para as empresas que já possuíam ações (ordinárias e preferenciais) negociadas em bolsa, o Novo Mercado é voltado para empresas baseadas nos princípios de GC que pretendem abrir o seu capital através de uma Oferta Pública Inicial (*IPO*, na abreviação em inglês de *Initial Public Offer*).

O Novo Mercado da Bovespa visa criar um ambiente de negociação desenvolvido o suficiente para estimular a operação de investidores, através de maior segurança quanto aos seus direitos societários e melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização, e das próprias empresas, que tem a vantagem de melhorar sua imagem institucional e reduzir o custo do capital.

É por isso que a Bovespa afirma que “entre os requisitos para a listagem no Novo Mercado, os mais relevantes são os compromissos societários, que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas” (BOVESPA, 2007).

Nesse panorama a GC tem cada vez mais um papel primordial na auto-regulação do mercado, pois “os investidores parecem ter começado a reconhecer este esforço com uma melhor precificação das ações. O IGC (Índice de Governança Corporativa Diferenciada), que inclui em sua carteira todas as empresas que aderiram aos níveis 1 e 2 e ao Novo Mercado, teve performance mais favorável que a do Ibovespa desde seu lançamento” (SANTANA, 2001, p.5). A evolução percentual do IGC comparado ao Ibovespa pode ser observada no gráfico 1 abaixo.



Gráfico 1 – Evolução do IGC comparado ao Ibovespa (Fonte: Economática, 2007).

3. Impacto da GC no aumento da transparência do mercado

3.1. O Mercado de Capitais brasileiro na década de 90

“Com a abertura da economia no começo dos anos noventa, houve evidência de um incremento na produtividade, similar ao experimentado no Brasil durante o chamado ‘milagre’ dos anos setenta. No entanto, o país nunca atingiu as altas taxas de crescimento do período anterior”. (GRAMINHO, 2006, p. 27).

Embora essas expectativas de aceleração do crescimento do PIB não tenham se concretizado, os mercados financeiros tiveram que se modernizar para proporcionar às empresas brasileiras condições básicas para competir com as suas concorrentes de caráter mundial, o que possibilitou o surgimento de algumas inovações que facilitaram a obtenção de crédito.

Como observa Rogers (2004, p. 1), “as inovações financeiras que surgiram nas décadas de 80 e 90 possibilitaram a alavancagem de recursos via lançamento de títulos de dívida direta, que necessariamente tornou o mercado de capitais brasileiro mais flexível”.

No início da década de 90 a Bovespa chegou a apresentar um aumento no volume financeiro movimentado em transações de compra e venda e algumas novas empresas abriram o seu capital através de *IPOs* bem-sucedidos devido à forte presença do capital internacional. Porém esse movimento rapidamente se mostrou irreal, pois apesar de novas empresas estarem abrindo seu capital, outras empresas estavam ou cessando suas movimentações ou emitindo *ADRs*.

“Fortes indícios de declínio apareceram ao final da década: queda do volume transacionado e de emissões primárias, além da contração da entrada de capitais estrangeiros. O que se deve constatar, é que o referido florescimento do mercado de capitais era ilusório, pois: a) o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década; e b) a concentração de mercado vinha aumentando (apenas parcela pequena das empresas se beneficiaram do período de expansão)” (ROGERS, 2004, p. 12).

Além desses fatores de sustentação do subdesenvolvimento do mercado de capitais, também se destacam como de primordial importância a falta de transparência e de confiabilidade nos dados e

demonstrativos emitidos pelas empresas, causados principalmente por casos de manipulação dos lucros contábeis das empresas, como no caso da Enron (2002), nos Estados Unidos, e a Parmalat (2003), no Brasil e no mundo.

Claire (2007, p. 54) confirma que os “escândalos recentes em contabilidade corporativa têm balançado a confiança dos investidores sobre a confiabilidade dos lucros apresentados nos demonstrativos financeiros das empresas”.

Todos esses fatores culminaram com uma série de iniciativas tomadas por diversas instituições mundiais com a finalidade de aumentar a confiabilidade das finanças corporativas. Dentre elas, pode-se citar a revisão de regras internacionais de contabilidade, a criação da Lei Sarbanes-Oxley (2002) e mudanças nos padrões de GC emitidos pela *New York Stock Exchange* (NYSE) e pela Nasdaq.

De Paula (2003, p. 4) identifica seis fatores importantes para o aumento da discussão sobre GC na atualidade:

- a) as privatizações promovidas ao longo das últimas décadas;
- b) a reforma dos fundos de pensão e o crescimento da poupança privada;
- c) a onda de *takeovers* na década de 80;
- d) a desregulamentação e maior integração dos mercados de capitais;
- e) a Crise Asiática em 1998, que ensejou uma maior preocupação acerca da GC nos países menos desenvolvidos;
- f) a recente série de escândalos e fracassos empresariais nos EUA.

É referindo-se à melhoria dos níveis de GC que Claire (2007, p. 5) comenta que “as características da GC, principalmente o número de diretores independentes no Conselho e os comitês-chave, reduzem as possibilidades de a empresa estar envolvida em escândalos ou maquiagem de lucros”.

Devido a essa necessidade de se aumentar as garantias do investidor individual e mitigar a ação de pessoas com informações privilegiadas que a Bovespa adotou o Novo Mercado, que possibilitou um novo impulso de desenvolvimento para o mercado de capitais brasileiro.

3.2. Situação atual do Mercado de Capitais brasileiro

Como observado por Monforte (2004) “o fato de nosso mercado de capitais não ter se desenvolvido na sua plenitude, o que não foi positivo, trouxe como um lado positivo um período de observação do que deve ser evitado quando a estrutura de capitais de uma empresa se dilui até ficar pulverizada”.

Esse *know-how* adquirido tem possibilitado às bolsas brasileiras operar com grande dinamismo e desenvolverem-se com grande rapidez. Nos últimos anos, após a implantação do Novo Mercado, o Ibovespa, principal índice da Bovespa, que reúne as ações mais líquidas da Bovespa, e é atualizado a cada quatro meses (HALFELD, 2006), tem se mostrado um dos melhores investimentos para os poupadores individuais brasileiros.

Esse movimento é favorável para as empresas, pois “o mercado de Bolsa, chamado de mercado secundário, é condição necessária para a existência de um bom mercado primário” (HALFELD, 2006, p. 63), que é onde as empresas realmente obtêm recursos.

Ferreira (2005, p. 461) aponta que “a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas”.

É desta forma que a GC tem se tornado cada vez mais importante para as empresas. Empresas que possuem um alto nível de desenvolvimento de sua GC têm maior e melhor acesso ao crédito e valorização.

Para tornar o processo de desenvolvimento e expansão da Bovespa perene, o Novo Mercado impõe algumas obrigações adicionais às companhias abertas, quais sejam, dentre outras (FERREIRA, 2005, p. 462):

- “realização de ofertas públicas de colocação de ações, por meio de mecanismos que favorecem a dispersão do capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores por ocasião da venda do controle da companhia;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.”

É interessante notar que, com a Internet e os demais meios de mobilidade e acesso a informações, “os agentes de mercado vêm ocupando o espaço de auto-regulação, modernizando os sistemas de negociação e intermediação” (MONFORTE, 2004).

Esses inúmeros fatores tem tornado as bolsas cada vez mais seguras, transparentes, e à prova de negociações irregulares, como *insider tradings*.

4. Relação entre GC e *insider trading*

4.1. Causas e conseqüências da assimetria informacional nos mercados financeiros

Devido à globalização da economia, os mercados financeiros têm experimentado um volume de transações inédito. A Bolsa de Valores de São Paulo tem exibido níveis de movimentação crescentes desde 2002. Até abril desse ano já havia sido movimentado na Bolsa de Valores de São Paulo um volume financeiro superior ao total de transações realizadas em 2004. (BOVESPA,2007)

Uma das conseqüências desse fluxo de recursos é o aumento da liquidez do mercado e dos níveis de especulação com base em informações privilegiadas, pois, como afirma Maug (2000), quando os mercados de ações estão com alta liquidez as oportunidades de *insider trading* são mais numerosas e mais rentáveis.

Uma das principais causas da ocorrência de *insider trading* é a oportunidade de se auferir lucros instantâneos com base em informações desconhecidas do público em geral. Os principais sujeitos das operações de *insider trading* são os altos executivos, advogados, contadores e demais indivíduos diretamente ligados às decisões estratégicas das corporações.

Esses indivíduos utilizam de suas posições privilegiadas para auferirem dados que possam influenciar nos resultados futuros da corporação antes que esses dados cheguem ao conhecimento do público em geral, alcançando assim excelentes níveis de lucratividade sobre seus investimentos.

Isso ocorre porque, conforme Alves (2006, p. 5), “os investidores processam as novas informações imediatamente após o recebimento da mesma, elevando (reduzindo) o preço de um determinado ativo sempre que a notícia implicar em um aumento (redução) do fluxo de caixa futuro”.

Desse ponto de vista, a GC torna-se indispensável para as corporações cujas ações estão pulverizadas no mercado. Essas empresas necessitam aumentar o seu nível de *disclosure* e criar ferramentas que possibilitem aos seus acionistas, majoritários e minoritários, os mesmos níveis de informação e controle, para evitar a ocorrência de manipulações e fraudes como a ocorrida na Ahold, uma das maiores empresas varejistas do mundo até 2003, que surpreendeu a Europa com um dos maiores escândalos contábeis já ocorridos.

Jong *et al.* (2007, p.44) apontam que “as manipulações explícitas da GC da Ahold pelos seus administradores privou seus *blockholders* e *shareholders* da possibilidade de monitorar a gestão cotidiana da empresa. As estratégias e as relações com investidores da Ahold, em combinação com sua fraca GC, teve um impacto significativo nas políticas contábeis da empresa e sua fraude”.

Além disso, empresas com baixo nível de *disclosure* tendem a ter maiores dificuldades de captação de recursos financeiros no mercado primário, uma vez que a desconfiança dos investidores sobre a transparência da empresa implica na disposição de pagar um valor menor por suas ações. Com isso, passa a ser “do interesse da companhia reduzir a assimetria informacional a fim de buscar a redução do seu custo de capital no momento da emissão” (LANZANA & FAMÁ, 2004, p. 19).

4.2. Mercados subdesenvolvidos e formas bem-sucedidas de controle

A literatura sobre a dificuldade de se controlar *insider tradings* em mercados subdesenvolvidos é extensa. A principal corrente literária questiona a dificuldade de conter esse tipo de transação em países onde o aparato jurídico de proteção aos investidores é fraco.

Os países com os mercados mais desenvolvidos com relação à economia são também aqueles onde os direitos dos acionistas minoritários são mais protegidos pela lei ou por regulamentos (HAMON, 2001).

Beny (2002, p. 6) indica que “o *insider trading* com base em informações não-públicas é sem dúvida mais lucrativo, especialmente em países onde há poucos instrumentos legais (bem como morais, políticos e institucionais) para punir esses casos”.

Nessa linha, no que tange ao emparelhamento do Estado, sabe-se também que “os países que apresentam melhores níveis de transparência financeira são aqueles que possuem baixa participação do Estado em empresas e bancos, além de menores possibilidades de o Governo expropriar a saúde financeira das empresas” (SILVEIRA, 2006, p. 57).

Isso ocorre porque “um governo menos corrupto e um sistema legal de proteção ao investidor tornam difícil para os *insiders* corporativos e burocratas do governo roubar dos investidores” (CHUA, 2007, p. 43).

Entende-se com isso que a redução do peso do Estado nas políticas de empreendedorismo privado, bem como do instrumentário jurídico que garanta os direitos dos investidores, é condição *sine qua non* para que as empresas sintam-se seguras em aumentar seus níveis de *disclosure* e, conseqüentemente, reduzir as assimetrias de informação entre seus acionistas minoritários e majoritários.

Em mercados subdesenvolvidos os *insiders* tomam suas decisões de investimentos baseados tanto nos lucros futuros esperados do negócio como nas variáveis correntes atuais. Havendo um bom

sinal de valorização da empresa os *insiders* aumentam suas participações e, como resultado, seus investimentos (YUNG, 2005).

Esse movimento financeiro ondulatório gera alto custo de aquisição do capital, pois os investidores tornam-se mais temerários quanto ao valor justo a ser pago pelas ações. No entanto, uma legislação vigorosa contra os *insiders* tende a reduzir esse movimento, trazendo ao mercado maior estabilidade e confiança. Bhattacharya (2002) aponta que uma “melhoria na legislação de *insider trading* é seguida por uma redução de 5% no custo do capital”.

Assim, entende-se que os primeiros passos para se mitigar a ocorrência de *insiders tradings* decorrentes da assimetria informacional são gerar um ambiente seguro aos investidores e às empresas, para que elas tenham maior segurança em aumentarem seu *disclosure*.

Nesse sentido, Greenspan (2007) alerta sobre a importância de que o foco não deve ser aumentar o volume de informação, mas sim, aumentar a transparência das empresas, o que é um desafio, pois coloca a informação em um contexto que torna isso significativo.

5. Conclusão

O atraso no desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro em relação a vários outros, teve como consequência uma forte carência de fontes de financiamento para as empresas, que eram obrigadas a apelar para financiamentos e empréstimos bancários e, além disso, gerou uma demanda reprimida dos investidores individuais, que procuravam uma alternativa mais rentável para suas poupanças.

Após o lançamento do Novo Mercado da Bovespa os níveis de *disclosure* das empresas com GC aumentaram em um nível consideravelmente superior ao da década passada. Devido a isso, o mercado de capitais brasileiro está passando por uma nova e inédita fase de desenvolvimento.

O foco das empresas deve ser aumentar a transparência de seus negócios, através de políticas corporativas isentas, que gerem igualdade na distribuição de suas informações, e não somente um aumento na quantidade de informação emitida. Isso ainda é um desafio no mercado de capitais brasileiro, onde grande parte das empresas têm o capital pouco disperso e um acionista majoritário detém o controle da organização.

Além disso, um mercado de capitais plenamente desenvolvido depende também de iniciativas do Estado no sentido de garantir uma segurança superior aos investidores minoritários, através de leis claras e efetivas que os protegem de ações de uso de informação privilegiada por parte de altos executivos, contadores, advogados e burocratas do governo.

Além disso, há a necessidade de se garantir às empresas o princípio da não-intervenção do governo nos seus negócios. Ou seja, garantir que não ocorra participação do Estado em empresas e bancos, e que também existam poucas possibilidades de o Governo prejudicar a saúde financeira das empresas.

Referências

ALVES, R. B. **Existe arbitragem entre a Metalúrgica Gerdau e a Gerdau S.A.?** 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Pós-Graduação em Economia – EPGE-FGV. Rio de Janeiro, 2006.

BATTACHARYA, U; DAOUK, H. The world price of insider trading. **Journal of Finance**, 2002, vol. 57, 75 – 108.

BENY, L. N. **The political economy of insider trading legislation and enforcement: international evidence.** Discussion paper 348. Harvard Law School, Cambridge. 01/2002.

BOVESPA. Novo Mercado. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 29 de abril. 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), criação de valor e liquidez: evidências empíricas. In: XXVI Encontro Nacional de Engenharia da Produção, 2006, Fortaleza, CE. **Anais...** Fortaleza: XXVI ENEGEP, 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha CVM de Governança Corporativa**. Junho de 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 29 de abril de 2007.

CHUA, C. T.; EUN, C. S.; LAI, S. Corporation valuation around the world: the effects of governance, growth, and openness. **Journal of Banking & Finance** 31 (2007) 35-56

CLAIRE, E. C.; MARLIN, R. H. J. BEVERLY, B. M. Climate for scandal: corporate environments that contribute to accounting fraud. **The Financial Review** 42 (2007) 53 – 73.

DE JONG, A. *et al.* Investors relations, reputational bonding, and corporate governance: the case of Royal Ahold. **Journal of Accounting, Public Policy** xxx (2007) 01 – 48.

DE PAULA, G. M. **Governança Corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas**. Santiago do Chile: CEPAL, 2003.

FERREIRA, J. A. S. **Finanças corporativas: conceitos e aplicações**. S. Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

GRAMINHO, F. M. **A neoclassical analysis of the Brazilian “lost decades”**. Working Paper, Central Bank of Brazil, (123), Novembro de 2006.

GREENSPAN, A. **Transmitido via satélite na 39th Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve of Chicago**. 8 mai. 2003. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030508/default.htm>>. Acesso em 21 mai. 2007.

HALFELD, M. **Investimentos: como administrar melhor seu dinheiro**. S. Paulo: Editora Fundamento Educacional, 2006.

HAMON, J. La répartition des droits de vote, leur exercice et l’efficacité économique. **Revue d’Economie Financière**, no. 63, 2001, p. 175 – 209.

LANZANA, A. P.; FAMÁ, R. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2005. Dissertação (Mestrado em Finanças) - Universidade de S. Paulo. S. Paulo: 2005

MAUG, E. **Insider trading legislation and Corporate Governance**. Humboldt-Universitat Zu Berlin. Discussion Papers in Business No. 5: 2000.

MONFORTE, J. G. **Mercado de Capitais e Governança Corporativa**. Valor Econômico, 8/setembro/2004.

NETO, R. M. R.; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado. In: V Semana de Estudo da Administração, 2001, S. Paulo, SP. **Anais...** S. Paulo: V SEMEAD, 2001.

ROGERS, P; ROGERS, D; VIDIGAL, F. Limites para o desenvolvimento do mercado de capitais latino-americano e governança corporativa: estudo de caso do Brasil. In: Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración 2004, Puerto Plata. **Anais...** Puerto Plata: CLADEA, 2004.

SANTANA, M. H. **O Novo Mercado e a Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/dadosepublicacoes/cvm/revistacvm>>. Acesso em 29 de abril de 2007.

SILVEIRA, M. L. **O impacto dos padrões corporativos de ética, governança corporativa, responsabilidade social, sustentabilidade e transparência na volatilidade das ações dos bancos latino-americanos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – UnB, UFPB, UFPE, UFRN. Brasília, 2006.

YUNG, C. Insider trading with private information and moral hazard. **Finance Research Letters** 2 (2005) 51 – 57.