

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE  
DA RENTABILIDADE E DA POLÍTICA DE INFLUÊNCIA NAS  
EMPRESAS INVESTIDAS

Michel Fleck

Nº DE MATRÍCULA: 0311941-3

ORIENTADORA: Maria de Nazareth Maciel

Novembro de 2006

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE  
DA RENTABILIDADE E DA POLÍTICA DE INFLUÊNCIA NAS  
EMPRESAS INVESTIDAS

---

Michel Fleck

Nº DE MATRÍCULA: 0311941-3

ORIENTADORA: Maria de Nazareth Maciel

Novembro de 2006

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

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

## SUMÁRIO

<b>CAPÍTULO 1 – O PROBLEMA.....</b>	<b>6</b>
1.1-INTRODUÇÃO .....	6
1.2-PROBLEMA DE PESQUISA.....	7
1.3-HIPÓTESE .....	7
1.4-OBJETIVOS DA PESQUISA .....	8
1.4.1- <i>Objetivo Final</i> .....	8
1.4.2- <i>Objetivos Intermediários</i> .....	8
1.5-NATUREZA DA PESQUISA .....	8
1.6-MÉTODO DE PESQUISA .....	9
1.6.1- <i>Pesquisa Quantitativa</i> .....	9
1.6.2- <i>Pesquisa Qualitativa</i> .....	9
1.7-INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS.....	10
<b>CAPÍTULO 2 – GOVERNANÇA CORPORATIVA.....</b>	<b>11</b>
2.1-GOVERNANÇA CORPORATIVA: BREVE INTRODUÇÃO .....	11
2.2-O PROBLEMA DE “AGÊNCIA” .....	13
2.3-CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	14
2.3.1- <i>Conselho de Administração</i> .....	15
2.4- GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO .....	17
2.4.1- <i>Estados Unidos</i> .....	18
2.4.1.1- <i>Lei Sarbanes-Oxley</i> .....	18
2.4.2- <i>Reino Unido</i> .....	21
2.4.3- <i>Alemanha</i> .....	21
2.4.4- <i>Japão</i> .....	22
2.4.5- <i>França</i> .....	23
2.4.6- <i>Comparação entre os principais modelos de Governança Corporativa no mundo</i> .....	24
2.5- GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL .....	27
2.5.1- <i>Novos segmentos listados pela Bovespa</i> .....	29
2.5.1.1- <i>Nível 1</i> .....	30
2.5.1.2- <i>Nível 2</i> .....	32
2.5.1.3- <i>Novo Mercado</i> .....	33
2.5.2- <i>Reforma da Lei das S.A.</i> .....	35
<b>CAPÍTULO 3 – FUNDOS DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>38</b>
3.1-FUNDOS DE INVESTIMENTO: BREVE INTRODUÇÃO.....	38
3.2-DEFINIÇÃO .....	38
3.3-HISTÓRICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL .....	39
3.4-A ESTRUTURA DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO .....	44
3.5-ÓRGÃOS REGULADORES .....	44
3.5.1- <i>CVM</i> .....	44
3.5.2- <i>ANBID</i> .....	45
3.6-TIPOS DE FUNDO DE INVESTIMENTO .....	46
<b>CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DE RENTABILIDADE E A POLÍTICA DE INFLUÊNCIA NAS EMPRESAS INVESTIDAS PELOS FUNDOS DE GOVERNANÇA .....</b>	<b>49</b>
4.1- ANÁLISE DE RENTABILIDADE .....	49
4.1.1- <i>Apresentação dos fundos de governança</i> .....	50
4.1.1.1- <i>RB Fundamental FIA</i> .....	50
4.1.1.2- <i>Tarpon HG FIA</i> .....	51
4.1.1.3- <i>Tarpon Small Caps HG FIA</i> .....	52
4.1.1.4 – <i>Dynamo Cougar FIA</i> .....	53
4.1.1.5 – <i>IP Participações FIA</i> .....	54
4.1.1.5 – <i>IP Participações Institucional FIA</i> .....	56
4.1.2- <i>Apresentação dos índices do mercado de ações (IBOVESPA E IGC)</i> .....	58
4.1.2.1- <i>IBOVESPA</i> .....	59
4.1.2.1- <i>IGC</i> .....	60
4.1.3- <i>Análise de rentabilidade – 5 anos</i> .....	62
4.1.4- <i>Análise de rentabilidade – 4 anos</i> .....	64

4.1.5-Análise de rentabilidade – 2 anos .....	66
4.2- PODER DE INFLUÊNCIA DOS GESTORES DOS FUNDOS NAS EMPRESAS INVESTIDAS .....	68
4.2.1-Restrições Legais .....	68
4.2.2-O Trade-off de participar nos conselhos de administração e ou fiscal .....	70
4.2.3-Exemplos reais.....	71
4.2.3.1 – Investidor Profissional (IP).....	71
4.2.3.2 – Tarpon .....	74
4.2.3.3 – Rio Bravo.....	77
<b>CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO .....</b>	<b>80</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>82</b>

## Gráficos

Gráfico 1 - Análise de rentabilidade 5 anos.....	63
Gráfico 2 - Análise de rentabilidade 4 anos.....	65
Gráfico 3 - Análise de rentabilidade 2 anos.....	66

## Tabelas

Tabela 1 - Empresas listadas no nível 1 da BOVESPA.....	32
Tabela 2 - Empresas listadas no nível 2 da BOVESPA.....	33
Tabela 3 - Empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA.....	35
Tabela 4 - Carteira RB Fundamental.....	51
Tabela 5 - Carteira Tarpon HG FIA.....	51
Tabela 6 - Carteira Tarpon Small Caps.....	52
Tabela 7 - Carteira Dynamo Cougar.....	54
Tabela 8 - Carteira IP Participações.....	55
Tabela 9 - Carteira IP Institucional.....	57
Tabela 10 - Carteira Teórica IBOVESPA.....	59
Tabela 11 - Carteira Teórica IGC.....	60
Tabela 12: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe - 5anos.....	64
Tabela 13: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe - 4anos.....	65
Tabela 14: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe – 2 anos.....	67

# Capítulo 1 – O Problema

## 1.1- Introdução

O objetivo deste trabalho é analisar a rentabilidade dos fundos que investem em empresas com boas práticas de governança corporativa em comparação com os principais indicadores de mercado e os demais fundos de investimento em ações. Além disso, também será tratado neste estudo a forma com que estes fundos atuam exercendo influência nas decisões tomadas pela administração das empresas nas quais investem.

Muitos estudos tem sido publicados nos últimos anos sobre o tema da governança corporativa, a maioria destes tentando buscar uma correlação entre as boas práticas de governança adotadas pelas empresas e o retorno aos acionistas. O senso comum indicaria que empresas que se preocupam com a transparência, com o relacionamento com seus acionistas, além de um outro conjunto de regras que definem uma boa política de governança, tenderiam a ser melhor vistas pelo mercado e, com isso, suas ações seriam negociadas com um prêmio em relação as demais, o que implicaria numa maior rentabilidade para quem investe nestas empresas. No entanto, chegar a esta conclusão não é tão simples, existem muitos outros fatores que afetam o preço das ações. Com isso, o foco deste trabalho passa a ser não apenas a rentabilidade dos fundos de governança, mas também a forma com que os profissionais destes fundos trabalham para influenciar nas decisões das empresas em que investem para que, gerando um impacto positivo nos resultados, obtenham uma maior rentabilidade para seus fundos.

Na primeira parte deste trabalho, será feita uma revisão dos principais itens relacionados a governança corporativa, apresentando o seu histórico e evolução em diversos países, apontando as principais diferenças e tendências; a governança no Brasil, ressaltando as principais mudanças ocorridas nos últimos anos, como a reforma da lei das S.A e a implantação na BOVESPA dos níveis diferenciados de governança, além de abordar as principais recomendações que estão nos principais códigos de governança elaborados por entidades como o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

Na parte seguinte, o foco será os fundos de investimento, no qual após definir o que é um fundo de investimento e estudar o seu histórico no Brasil, iremos apontar como é a estrutura de um fundo com os seus principais personagens e órgãos responsáveis por sua regulação. Em seguida, será descrito os diversos tipos de fundos de investimento, de acordo com a classificação da CVM (Comissão de Valores

Mobiliários), apontando em que tipo os fundos de governança corporativa se enquadram.

No penúltimo capítulo, uniremos os conceitos de governança corporativa aos de fundos de investimento para fazermos a pesquisa empírica a que este estudo se propõe, analisando a rentabilidade dos fundos de investimento em governança no Brasil em comparação com os principais indicadores de mercado e os fundos de ações. Conforme dito antes, iremos também estudar como estes fundos de governança atuam buscando influenciar as decisões tomadas nas empresas em que investem.

Por último, a conclusão do trabalho indicará os principais resultados do estudo e de que forma o objetivo traçado para o trabalho foi atingido.

## **1.2- Problema de Pesquisa**

A definição do problema de pesquisa de um estudo ajuda a tornar mais clara a finalidade do próprio trabalho, evidenciando o que o estudo deseja atingir e estabelecer os limites dentro dos quais a pesquisa e o raciocínio se desenvolverão.

Desta forma, o presente estudo busca entender:

1. Como os fundos de investimento em Governança Corporativa performam em relação ao mercado (demais fundos de investimento e os principais índices de mercado);
2. De que forma os fundos de governança atuam e influenciam nas decisões tomadas pelas empresas nas quais investem

## **1.3- Hipótese**

A hipótese trata-se de suposições idealizadas na tentativa de antecipar respostas do problema de pesquisa, possui função de orientar o pesquisador na condução do trabalho, e sua aceitação ou rejeição contribuirá decisivamente para a busca dos objetivos propostos.

A hipótese levantada para este estudo é a de que os fundos que investem em empresas com boas práticas de governança corporativa têm uma rentabilidade superior aos principais índices e em relação a maior parte dos outros fundos de investimento. E isto, deve-se justamente devido à sua escolha mais criteriosa das empresas em que investem, e sua proximidade, conhecimento e poder de influência nas mesmas.

## **1.4- Objetivos da Pesquisa**

Nesta fase do trabalho busca-se definir com precisão quais são os objetivos da pesquisa, tanto o mais geral como os mais específicos.

### **1.4.1- Objetivo Final**

Verificar se o retorno obtido pelos fundos de Governança Corporativa em relação ao mercado, dada a sua forma de atuação e influência nas empresa em que investe é superior ao retorno obtido por outros fundos de investimento e os principais índices de mercado.

### **1.4.2- Objetivos Intermediários**

Os objetivos específicos representam uma quebra do objetivo geral, de tal forma que ao atingi-los, tenha-se atingido também o objetivo geral.

Os objetivos específicos deste trabalho são:

1. Conceituar Governança Corporativa e, definir o que são boas práticas de governança;
2. Estudar a evolução da governança corporativa no mercado brasileiro e como as empresas, órgão de regulação e investidores vem se adaptando a esta nova realidade;
3. Revisar os principais conceitos sobre fundo de investimento e classificar em que tipo de fundo se enquadram os fundos de governança
4. Tratar e analisar os dados de rentabilidade dos fundos de investimento e dos índices de mercado escolhidos
5. Entender como é o relacionamento entre os fundos de governança corporativa e as empresas nas quais investem

## **1.5- Natureza da Pesquisa**

As pesquisas podem ser classificadas em três tipos:

1. Estudo exploratório: quando não se tem informação sobre determinado tema e se deseja conhecer o fenômeno
2. Estudo descritivo: quando se deseja descrever as características de um fenômeno

3. Estudo explicativo: quando se deseja analisar as causas ou conseqüências de um fenômeno

O presente estudo tem mais caráter exploratório pois não conhecemos a priori como os fundos de governança performam em relação ao mercado para tentar explicá-los através de sua influência nas empresas. Na realidade, buscamos como resultado da pesquisa essa comparação de rentabilidades e, ao mesmo tempo entender como os fundos atuam nas empresas em que investem.

## **1.6- Método de Pesquisa**

O método da pesquisa é muito importante pois identifica a forma pela qual os objetivos especificados para este trabalho serão buscados.

Assim, o trabalho de pesquisa deve ser planejado e executado de acordo com normas requeridas para cada método de investigação. Adotando uma classificação bastante ampla, podemos dizer que há dois grandes métodos: o quantitativo e o qualitativo.

### **1.6.1- Pesquisa Quantitativa**

Como o próprio nome indica, o método quantitativo caracteriza-se pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas como coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.

Para responder ao primeiro problema desta pesquisa, será adotado o método quantitativo para analisar a rentabilidade dos fundos de governança, mas sem a necessidade da utilização de técnicas sofisticadas. Serão utilizados os históricos das cotas dos principais fundos de governança e índices de mercado para fazer uma comparação desta evolução.

### **1.6.2- Pesquisa Qualitativa**

O método qualitativo difere do método quantitativo pelo fato do seu procedimento analítico não ser baseado em um método estatístico, pois não pretende numerar ou medir unidades ou categorias homogêneas.

Neste sentido, o estudo da influência dos fundos de governança nas decisões tomadas pelas empresas será feito de forma mais subjetiva com base em exemplos reais

obtidos através de entrevistas com alguns gestores dos fundos utilizados na análise de rentabilidade.

### **1.7- Instrumento de Coleta de Dados**

A coleta de dados para o presente trabalho se fundamenta na seleção de uma amostra de fundos de Governança Corporativa, cujos dados sobre as cotas de fundos e os principais índices de mercado foram obtidos em terminais Bloomberg, no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e no site da BOVESPA. Para parte qualitativa da pesquisa, a coleta de dados será feita através da entrevista de profissionais que atuam nos fundos de governança analisados neste estudo.

## Capítulo 2 – Governança Corporativa

### 2.1- Governança Corporativa: breve introdução

Embora seja difícil enxergar um consenso no que diz respeito à definição do termo *governança corporativa*, iremos utilizar neste trabalho a aceção proposta pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), que afirma: “governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”. Uma boa governança corporativa pode, portanto, ajudar no desenvolvimento sustentável das empresas, melhorando o desempenho delas e contribuindo para proporcionar um maior acesso a fontes externas de capital. A tríade transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas constitui a base desta prática tão importante para o momento atual por que passam as empresas em todo o mundo.

Em artigo publicado no site do IBGC em 2003 o advogado Fernando Pinheiro, especialista em Direito Empresarial, resume em breves palavras o que em sua opinião significa o conceito de Governança Corporativa:

Na verdade, esse nome pomposo de Governança Corporativa nada mais é do que a necessidade do administrador da sociedade ser honesto e realizar negócios em prol da companhia. Ou seja, honestidade além de ser virtude é, também, obrigação legal. Mas não é só isso, o administrador da companhia também precisa socializar as informações da companhia, ou seja, compartilhar com os acionistas e o público em geral a real situação da companhia. E ainda mais, o acionista controlador tem a obrigação de informar os demais acionistas onde é que o seu dinheiro está sendo aplicado, e como está sendo aplicado.

O movimento de *governança corporativa* surgiu inicialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra e foi a partir de meados da década de 80 que ele ganhou mais força, quando grandes investidores institucionais americanos passaram a se mobilizar contra empresas que eram mal administradas e que desrespeitavam seus acionistas. A partir daí, o movimento se expandiu para a Europa e chegou ao Brasil na última década (anos noventa).

De acordo com KEASEY, THOMPSON e WRIGHT (1997, p. 2), se hoje o termo já se tornou praticamente um lugar-comum, antes da década de 1990 ele praticamente

não podia ser ouvido. Surgindo como tentativa de minimizar os conflitos que surgem entre proprietários e gestores de negócios, a *governança corporativa* pode ser melhor entendida se pensarmos nela como uma série de mecanismos que visam garantir que os interesses dos acionistas sejam respeitados e acatados pelos executivos das companhias. Responsabilidade e transparência em relação a acionistas e demais *stakeholders* devem ser os principais objetivos de empresas que se preocupam com o assunto.

A hipótese de que uma boa estrutura de governança corporativa possa contribuir para aumentar o valor das empresas ajudou, sem dúvida, a tornar o conceito célebre nos últimos anos. Além disso, foi principalmente a partir dos escândalos que aconteceram nos EUA envolvendo empresas como a Enron e a WorldCom que o interesse pela Governança Corporativa cresceu exponencialmente. O principal mote é a transparência que deve ser dedicada aos acionistas, que de sua parte exigem cada vez mais informação das empresas em que investem.

A separação entre propriedade e controle e os conflitos gerados por esta situação são os grandes temas de preocupação para a *governança corporativa*. A realidade do nosso momento histórico é muito diferente do que era no século passado, por exemplo, para não ir muito longe. Hoje, é possível encontrar inúmeros exemplos de empresas que são mais próximas de verdadeiros impérios e podem ser mesmo maiores em tamanho e poder do que muitos países. Os acionistas das empresas que conhecemos hoje, os seus verdadeiros “donos”, são tão diversos e estão geralmente tão dispersos geograficamente que é difícil pensar neles como se pensava antigamente nos donos “tradicionais”.

MONKS e MINOW (1995, p. 99) comentam que o “dono” de uma parte das ações de uma companhia de capital aberto possui um interesse intangível em relação a uma entidade também intangível. Ainda de acordo com os autores, geralmente, os acionistas-proprietários não participam das atividades pelas quais sua “propriedade” é gerenciada. Eles não se relacionam com os outros donos e os interesses comuns entre eles dizem respeito estritamente ao preço da ação. O direito de gerenciar a “propriedade” é delegado aos gestores, e os acionistas de um lado são beneficiados com isso, pois concedem a terceiros o trabalho que talvez não teriam a *expertise* suficiente e nem o tempo para cuidar, mas, por outro lado, ficam sujeitos às decisões tomadas pelos gestores, que nem sempre estão de acordo com os seus próprios interesses. Esta situação desencadeada pelas mudanças na estrutura das empresas é o ponto inicial para pensarmos a questão da Governança Corporativa.

## 2.2- O problema de “agência”

Para entendermos melhor o que significa o problema de “agência”, pensemos nas figuras do acionista e do gestor de uma empresa. Chamemos o primeiro de “principal” e o segundo de “agente”. O conflito surge quando o “agente”, que, teoricamente, deveria atuar sempre de acordo com os interesses do “principal”, trabalha no sentido de atingir objetivos próprios, muitas vezes divergentes em relação àqueles dos acionistas. Esta é uma das possíveis conseqüências que ocorrem quando propriedade e controle passam a ser instâncias separadas dentro de uma empresa – ou seja, quando as figuras de acionista e gestor passam a ser exercidas por personagens distintos.

Em artigo publicado em 2005,<sup>1</sup> Luiz Ferreira Xavier Borges e Carlos Fernando de Barros Serrão afirmam que esse conflito é muito freqüente em países como EUA e Inglaterra, onde o capital das empresas é mais pulverizado. Segundo os autores,

o problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra parte. Embora o agente deva agir em benefício do outro, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista, pois, a maioria dos administradores concorda com o objetivo de maximização de riqueza do proprietário, porém, na prática, está preocupada com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens.<sup>2</sup>

Ainda de acordo com os autores, a teoria da agência abordaria um tipo de relação bastante freqüente no sistema econômico vigente nas economias mais sofisticadas, ou seja, a relação bilateral entre um indivíduo (o proprietário) e um outro (o agente) no qual três condições necessárias se fariam presentes:

1. O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados. Em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que efetivamente detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras.
2. A ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu bem-estar, mas também o dos proprietários (acionistas controladores).
3. As ações do agente dificilmente são observáveis pelo proprietário, havendo assimetria informacional entre as partes.<sup>3</sup>

Os autores citam os trabalhos de Berle e Means,<sup>4</sup> de 1932, como paradigmáticos, já que estabeleceram pioneiramente a questão da *Teoria da Agência*. Neste estudo, baseado essencialmente em grandes corporações de posição acionária dispersa,

---

<sup>1</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier e SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. “Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil”. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n. 24, dez. 2005.

<sup>2</sup> *Ibidem*, p. 113.

<sup>3</sup> *Ibidem*, p. 114.

<sup>4</sup> BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Publicado originalmente em 1932.

predominava a idéia de que o grande “problema de agência” era o conflito que havia entre gestores e acionistas, exigindo a adoção de mecanismos que forçassem os primeiros a proteger o interesse dos últimos. Porém, Borges e Serrão escrevem que uma série de estudos recentes, entre os quais o de La Porta,<sup>5</sup> mostram que o paradigma de Berle e Means seria uma exceção restrita à Inglaterra e aos EUA. Na maioria dos países, diferentemente, o modelo que predominaria seria aquele no qual o acionista majoritário detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Para os autores, assim, a “boa governança passa a representar a adoção de medidas que protejam os minoritários das ações dos controladores. Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se enfrenta”.<sup>6</sup>

Conceder incentivos de longo prazo aos gestores pode ser um dos caminhos para minimizar os problemas de agência, numa tentativa de alinhar os interesses dos executivos aos dos investidores.

### 2.3- Código das melhores práticas de Governança Corporativa

Lançado em 1999 pelo IBGC, o *Código das melhores práticas de Governança Corporativa* já passou por duas revisões e está hoje em sua terceira versão, já que o ambiente corporativo mudou muito em relação ao ano em que o código foi inicialmente escrito. Os princípios básicos que o norteiam são:

- *Transparência*: mais do que o sentimento de obrigação de “informar”, o IBGC acredita que as empresas devem ter o desejo de “informar”, já que um bom sistema de comunicação interna e externa, quando espontâneo, franco e rápido, gera um clima de confiança em relação aos diversos *stakeholders*. Para os especialistas, a comunicação não deve se restringir apenas às informações econômico-financeiras, mas deve contemplar também outros fatores que dizem respeito à ação empresarial e conduzem à criação de valor.
- *Equidade*: diz respeito ao tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias são totalmente inaceitáveis.

---

<sup>5</sup> Ver: LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A. “Law and Finance”. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1.113-1.155, dez. 1998.

<sup>6</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier e SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *Op. cit.*, p. 114.

– *Prestação de contas*: os agentes de governança corporativa devem prestar contas de sua atuação para quem os elegeu e responder pelos atos que praticam em seus mandatos.

– *Responsabilidade Corporativa*: os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações, incorporando questões de ordem social e ambiental na definição dos negócios e das operações. Devem ter, portanto, uma visão de longo prazo, na qual o relacionamento com a comunidade em que atua não pode ser negligenciado. A função “social” da empresa deve incluir a criação de riqueza e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da mão-de-obra, estímulo ao desenvolvimento científico e melhoria da qualidade de vida.

### **2.3.1- Conselho de Administração**

O Conselho de Administração exerce um papel fundamental quando tratamos de governança corporativa. É ele um dos principais instrumentos que ajudam a minimizar os conflitos que podem existir entre acionistas e gestores ou entre acionistas controladores e minoritários. Um papel ativo e independente do Conselho de Administração é fundamental para que a boa governança seja realmente exercida nas companhias.

Seguindo o *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*, entende-se que o Conselho de Administração, apesar de ser eleito pelos sócios não deve, no entanto, perder de vista as demais partes interessadas (*stakeholders*), o objeto social e a sustentabilidade da companhia no longo prazo. Os conselheiros devem sempre tomar as decisões visando o melhor da sociedade como um todo, independente da parte que os indicou ou elegeu. A missão do Conselho de Administração deve ser “proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento”. O Conselho deve ter ainda pleno conhecimento dos valores da empresa, dos propósitos e crenças dos sócios, buscando sempre aprimorá-los. Situações onde haja conflitos de interesse ou divergência de opiniões devem ser prevenidas e administradas pelo Conselho a fim de que o interessa da empresa prevaleça.

O *Código de melhores práticas* proposto pelo IBGC indica que o Conselho deve ter de cinco a nove membros, dependendo do perfil da empresa. Os conselheiros se dividem em: independentes, externos (não têm vínculo atual com a sociedade, mas não são independentes; podem ser, por exemplo, ex-presidentes, ex-funcionários, advogados

que prestam serviço à empresa, acionistas, etc.) e internos (diretores ou funcionários da empresa).

O Conselho deve ser formado em sua maioria por conselheiros independentes, contratados através de processos formais com escopo de atuação e qualificação bem definidos. Seguem abaixo algumas recomendações em relação aos membros independentes do Conselho:

- Não devem ter qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital;
- Não devem ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador;
- Não deve ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;
- Não deve estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à sociedade;
- Não deve ser funcionário ou diretor de entidade que esteja oferecendo serviços e/ou produtos à sociedade;
- Não deve ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e
- Não deve receber outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

O conselheiro deve ainda buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, mostrando-se consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade passa a se referir ao conjunto de todos os sócios.

Segundo Alexandre Di Miceli (2002, p. 51), praticamente todos os códigos de governança corporativa ressaltam a importância de um Conselho de Administração formado majoritariamente por membros externos, ou seja, que não sejam executivos da companhia. Dessa forma, o controle sobre os gestores pode ser feito de maneira mais eficaz do que no caso de o Conselho ser composto principalmente por executivos de

dentro da companhia. De acordo com Fama e Jensen (1983, p. 321), a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a possibilidade de acordos entre os altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Além disso, conselheiros internos, ou seja, executivos da empresa tem menos chance de monitorar efetivamente o desempenho do diretor executivo por estarem hierarquicamente abaixo dele.

Di Miceli (2002, p. 56-57) cita os estudos de Bhagat e Black (1999) que descrevem algumas das principais atribuições que um Conselho de Administração deve ter. Algumas delas são:

- Substituição do Diretor Executivo;
- Resposta a oferta de aquisição hostil;
- Aquisição de outra empresa;
- Definição da compensação dos altos executivos;
- Investigação sobre possíveis fraudes financeiras e de informação para o público;
- Análise sobre possível diversificação excessiva;
- Definição estratégica da pesquisa e desenvolvimento da empresa;
- Constituição de comitês do conselho

Pode-se afirmar, que um conselho eficiente e independente, segue grande parte das recomendações relacionadas ao seu tamanho, composição e independência, citadas tanto nos melhores códigos de governança como em estudos específicos.. Conselho de administração eficiente, que siga estas recomendações, tornou-se uma condição necessária àquelas empresas que desejam possuir boas práticas de governança, mas não suficiente.

## 2.4- Governança Corporativa no mundo

O Estado exerce um importante papel na questão da Governança Corporativa, já que é ele o responsável pela definição dos sistemas financeiro e legal e pela estruturação dos mercados de capitais. Conseqüentemente, o modelo de governança varia muito de acordo com as regulamentações de cada país. Além disso, diferentes variáveis históricas, políticas, sociais e econômicas levam a diferentes sistemas.

Os modelos de governança considerados melhores do mundo são principalmente o anglo-saxão, o alemão e o japonês, que variam consideravelmente entre si. Veremos a

seguir, com mais detalhes, algumas características dos principais modelos de Governança Corporativa no mundo.

### **2.4.1- Estados Unidos**

Uma característica típica das grandes empresas americanas é a pulverização do controle acionário. Em uma situação deste tipo, é difícil para os acionistas exercerem algum tipo de influência sobre as decisões tomadas pelos gestores, que passam a ser extremamente fortes e poderosos em relação aos proprietários.

Abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos proprietários foram alguns dos problemas que, em meados dos anos oitenta, ajudaram no surgimento do movimento de governança corporativa nos Estados Unidos, como tentativa de combater esse tipo de conflito. Os investidores institucionais, como os fundos de pensão, por exemplo, tiveram uma importância fundamental nesse caso, como agentes “pressionadores” para que mudanças ocorressem no sistema que estava em vigor.

A partir da pressão de diversos investidores institucionais, ao longo da década de noventa as empresas americanas tiveram que se adaptar a certas regras de governança corporativa. O aumento da proporção de membros independentes participando do conselho, assim como o aumento da demissão de executivos ineficientes, foram algumas das ações que as companhias tomaram como forma de responder às demandas de seus acionistas. Hoje em dia, grande parte das empresas americanas já possui um conselho composto em sua maioria de membros externos, ou seja, executivos de outros lugares, ou até mesmo de membros independentes, ou seja, conselheiros profissionais.

#### **2.4.1.1- Lei Sarbanes-Oxley**

Em 2002, nos EUA, foi regulamentada a lei *Sarbanes-Oxley*, ou apenas SOX, numa tentativa de restaurar a confiança dos investidores nas empresas de capital aberto, após os escândalos contábeis que atingiram grandes corporações, entre elas, as americanas Enron e WorldCom. Voltada, portanto, essencialmente para as empresas de capital aberto, a SOX, dentre outras coisas, diz respeito à responsabilidade que as empresas devem ter em zelar pela veracidade de conteúdo dos relatórios que são por elas produzidos. A lei prevê ainda multas ou até mesmo a prisão pra os executivos das empresas que apresentem informações incorretas ou imprecisas.

Esta lei exige que as empresas sejam completamente transparentes em relação a qualquer fato que possa ter uma repercussão negativa em termos de lucros, receitas, posição competitiva da empresa, dentre outras coisas.

A nova lei efetivamente reescreveu as regras para a governança corporativa, relativas principalmente à divulgação e à emissão de relatórios financeiros. A premissa básica é de que as práticas de governança corporativa deixaram de ser um mero requinte das empresas para serem exigidas agora por lei. Como forma de desencorajar atitudes irresponsáveis e negligentes por parte dos executivos, a lei faz com que a responsabilidade deles aumente em relação aos acionistas. Repleto de reformas para governança corporativa, divulgação e contabilidade, a nova lei busca, por meios tangíveis, “reparar” a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e enfatizar mais uma vez a importância dos padrões éticos na preparação das informações financeiras reportadas aos investidores. A partir da SOX, o controle interno passa a ter um papel fundamental: os diretores executivos e financeiros tornam-se responsáveis diretos por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos relatórios financeiros e da divulgação de informações.

As novas regras propostas pela SEC (Securities and Exchange Commission, a nossa CVM), que fazem cumprir a lei *Sarbanes-Oxley* são complicadas, e sua implementação pode ser demorada e custosa. Mas, apesar disso, existem alguns fatores atenuantes, tais como:

- Normalmente, todas as companhias de capital aberto já possuem alguma estrutura de controles internos, mesmo que informal e não suficientemente documentada.

- Muitas companhias poderão adaptar os processos já existentes para cumprir as medidas de controles internos determinadas pela Lei *Sarbanes-Oxley*.

- A construção de uma forte estrutura de controles internos para atender às exigências da Lei *Sarbanes-Oxley* pode promover benefícios que vão além do cumprimento das regras. Na verdade, o potencial para revisar e concretizar novas visões corporativas e atingir novos níveis de excelência corporativa é inesgotável.

Grande parte da discussão em torno dessa recente lei concentra-se nas seções 302 e 404. Vejamos mais detalhadamente cada uma delas:

A Seção 302 determina que Diretores Executivos e Diretores Financeiros devem declarar pessoalmente que são responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação de informações. Cada arquivo trimestral deve conter a certificação de que

eles executaram a avaliação do desenho e da eficácia desses controles. Os executivos certificados também devem declarar que divulgaram todas e quaisquer deficiências significativas de controles, insuficiências materiais e atos de fraude ao seu Comitê de Auditoria. A SEC também propôs uma exigência de certificação mais abrangente que inclui os controles internos e os procedimentos para a emissão de relatórios financeiros, além da exigência relacionada com os controles e procedimentos de divulgação.

A Seção 404 determina uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros. Além disso, o auditor independente da companhia deve emitir um relatório distinto que ateste a asserção da administração sobre a eficácia dos controles internos e dos procedimentos executados para a emissão dos relatórios financeiros.

Para que a lei possa ser aplicada da melhor maneira, é preciso que haja o comprometimento tanto do Conselho de Administração, como do Diretor Executivo e do Diretor Financeiro. Estes desempenharão um papel importante no sentido de reconhecer as devidas responsabilidades e assegurar o cumprimento das regras, além de transmitir as informações à Alta Administração e aos funcionários.

A Lei *Sarbanes-Oxley* dá muita ênfase aos controles internos. Mas este constitui apenas um dos muitos componentes da boa governança corporativa. Inúmeras outras considerações também entram em discussão: integridade e valores éticos; filosofia da administração e estilo operacional; estrutura organizacional; papéis e responsabilidades bem definidos para diretores, administração e funcionários; compromisso com a excelência; diretorias e comitês eficazes e proativos; entre outros.

Os benefícios da boa governança podem exceder o simples cumprimento da Lei *Sarbanes-Oxley*. Na verdade, uma forte estrutura de controles internos pode ajudar as companhias a tomar melhores decisões operacionais e obter informações mais pontuais; conquistar (ou reconquistar) a confiança dos investidores; evitar a evasão de recursos; cumprir leis e regulamentos aplicáveis; obter vantagem competitiva através de operações dinâmicas. Inversamente, as companhias que se negam a instituir os controles exigidos podem se colocar em situações similares àquelas que levaram à promulgação da própria Lei, o que pode ter como conseqüências uma maior exposição à fraude; penalidades impostas pela SEC; publicidade desfavorável; impacto negativo sobre o valor do acionista; queixas ou outras ações judiciais impetradas por acionistas, etc.

### 2.4.2- Reino Unido

A maioria das empresas de capital aberto do Reino Unido, assim como as companhias dos Estados Unidos, também se caracterizam pela pulverização do controle acionário. Logo, é comum encontrarmos o termo “modelo anglo-saxão” de governança corporativa, já que ambos os sistemas possuem muitos aspectos semelhantes.

De acordo com Alexandre Di Miceli (2002, p. 21), após alguns escândalos nos mercados corporativo e financeiro nos anos oitenta, a Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), junto com outros organismos, formou um comitê com o objetivo de revisar práticas de contabilidade e relatórios financeiros das companhias. Este grupo de trabalho, chamado Comitê *Cadbury* publicou em 1992 um relatório que pode ser considerado o marco inicial do sistema de governança corporativa no país – *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Depois, em 1995, um novo grupo, o Comitê *Greenbury* criou também um relatório que trouxe importantes avanços para o tema, principalmente no que dizia respeito à remuneração dos gestores. Ainda em 1995, Di Miceli comenta que a Bolsa de Londres criou mais um comitê – o Comitê *Hampel* –, cujo objetivo era revisar os relatórios anteriores, discutindo também a responsabilidade dos Conselhos de Administração. O relatório final deste comitê foi publicado em 1998, sob o nome de *Combined Code*, e passou a ser incorporado como uma das exigências da bolsa londrina para a listagem das companhias.

### 2.4.3- Alemanha

O modelo de governança corporativa da Alemanha busca em primeiro lugar equilibrar os interesses dos *stakeholders* (diversos públicos com interesses nas companhias), em vez de ter como objetivo fundamental a maximização da riqueza dos acionistas. Tal cenário é consequência direta do modelo de industrialização alemão, extremamente regulamentado e controlado pelo Estado. Hoje, a lei alemã exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas, e além disso, companhias com mais de 2.000 empregados são obrigadas a reservarem metade dos lugares do conselho para representantes dos funcionários.

Outra característica típica do sistema de governança alemão é o subdesenvolvimento do mercado de ações, quando comparado aos de outros países avançados. A bolsa alemã é pequena, e sua capitalização de mercado equivale a aproximadamente metade da bolsa de Londres. Apesar do fraco mercado de ações, o

mercado de crédito é bastante desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas.

Uma terceira característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas. O Conselho de Gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Este presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, não possuindo o papel de principal tomador de decisões.

Durante os anos noventa, impulsionadas pela globalização, muitas empresas alemãs tiveram que se adaptar a padrões internacionais de governança corporativa, para ter acesso às bolsas de Nova Iorque e de Londres, vendo-se obrigadas a cumprir regras de transparência e divulgação de informações. A criação do Novo Mercado – *Neuer Market* – da Bolsa de Frankfurt, em 1997, também ajudou a fortalecer o mercado alemão de ações, e vem cumprindo seu papel na captação de capital de risco para novas empresas. O *Neuer Market* possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores, e atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontecem nesse mercado, o que faz com que muitas dessas empresas já se estruturam de acordo com regras internacionais de governança.

#### **2.4.4- Japão**

Assim como na Alemanha, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*. Outra meta é também a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Apesar disto ser decorrência da cultura coletivista japonesa, atualmente, a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que muitas empresas abandonem essa prática de garantia do emprego vitalício, como forma de sobrevivência.

Os *keiretsu*, conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participação, também são parte da tradição do sistema corporativo japonês. Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, financiando os conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, o reduzido custo dos recursos acaba diminuindo o incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas possuem geralmente um único Conselho de Administração. Este é composto normalmente por apenas executivos da companhia, sendo indicados como forma de recompensa a serviços prestados. Grandes conselhos são muito comuns no Japão, e normalmente o homem forte é o próprio presidente da

companhia, que seleciona os novos conselheiros, e tem mais poderes que o presidente do conselho. Logo, o típico conselho japonês, com um excessivo número de membros e composição exclusivamente interna, exerce uma função meramente cerimonial, não contribuindo para a boa governança corporativa.

Para se adaptarem a padrões internacionais de governança corporativa, e conseqüentemente, sobreviverem à competição global do século XXI, é preciso que as companhias japonesas mudem algumas de suas políticas. Percebendo isso, em 1997, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organizations*) publicou um relatório chamado “Recomendações urgentes com relação à Governança Corporativa” (*Urgent Recommendations concerning Corporate Governance*), onde sugere que as empresas japonesas devem criar suas próprias diretrizes de governança e buscar o melhor funcionamento do Conselho de Administração. Além disso, a Federação recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência em relação ao mercado. Outra iniciativa neste sentido ocorreu em 1998, quando o Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Forum of Japan*) elaborou um relatório chamado “Princípios de Governança Corporativa – uma visão japonesa” (*Corporate Governance Principles – a japanese view*), incentivando a necessidade de explicação formal das empresas em casos de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia, e recomendando a diminuição dos tamanhos dos atuais Conselhos de Administração.

#### **2.4.5- França**

A França possui uma estrutura muito particular no que diz respeito ao sistema de Governança Corporativa, apresentando dois modelos diferentes. O sistema I, mais facilmente encontrado, abrange as empresas que possuem apenas um Conselho de Administração, no qual o líder da organização exerce ao mesmo tempo os cargos de presidente do conselho e de diretor executivo, sendo denominado *Président Directeur Générale* (PDG). Este sistema implica maior concentração de poder, já que os cargos de presidente do conselho e diretor executivo não podem ser separados. Já o sistema II, mais raro, criado nos anos 60 e inspirado no modelo alemão, engloba as empresas que possuem dois conselhos: o Conselho de Administração e o Conselho de Gestão.

Apesar de ter diminuído consideravelmente a partir da década de 90, com o aumento das privatizações, o Estado francês ainda exerce um papel muito forte, controlando diretamente as empresas de seu país.

A concentração de poder nas mãos do PDG assim como a forte presença estatal são características que fazem com que o sistema de governança corporativa na França ainda não se enquadre perfeitamente nos padrões internacionais de transparência, responsabilidade e respeito pelos acionistas. A tendência, no entanto, é que o país passe por um processo de adaptação, já que ele é altamente dependente de investidores institucionais estrangeiros, que a cada dia se preocupam mais com as normas de governança corporativa. Algumas decisões foram tomadas para atingir este objetivo, como por exemplo, a criação em 1995 do *Relatório Vienot*, que já foi aprimorado e estimula o debate inclusive em torno da separação dos cargos de presidente do conselho e presidente da diretoria das empresas, visando eliminar a figura do PDG. Além disso, propostas como a que exige a presença nos conselhos de um número mínimo de membros independentes e a divulgação de informações sobre a remuneração dos membros do conselho assim como da diretoria executiva, fazem parte também do relatório mencionado.

#### **2.4.6- Comparação entre os principais modelos de Governança Corporativa no mundo**

Comparando os principais sistemas de governança no mundo, percebe-se que há de um lado um grupo de países cujo modelo é centrado essencialmente no mercado, como ocorre com os Estados Unidos e o Reino Unido, e de outro lado, países centrados principalmente nos bancos, como ocorre com a Alemanha e com o Japão, por exemplo.

O economista Eric Lethbridge, em seu artigo “Governança Corporativa”<sup>7</sup> afirma que apesar do modelo anglo-saxão ter sofrido críticas nos seus países de origem ao longo dos últimos 10 anos, é possível detectar uma tendência por parte das mais importantes empresas da Alemanha e do Japão no sentido de se aproximarem preferencialmente deste modelo no que diz respeito aos objetivos primordiais da atividade empresarial (especialmente a criação de valor para os acionistas) e às práticas de governança que permitem melhor alcançá-los.

O economista comenta ainda que embora seja complicado apontar para a hegemonia do modelo anglo-saxão, deve-se reconhecer a crescente importância do mercado financeiro norte-americano como fonte de recursos para empresas do mundo inteiro. A atuação de seus investidores institucionais, no sentido de pressionarem por determinadas normas de transparência nos demonstrativos econômico-financeiros, bem

---

<sup>7</sup> LETHBRIDGE, Eric. “Governança Corporativa”. *In*: Revista BNDES, vol.4, nº 8, dezembro de 1997.

como de estimularem a disseminação de sua cultura institucional em termos de controle corporativo, não pode ser ignorada.

Como vimos detalhadamente, no modelo anglo-saxão as participações acionárias são bastante pulverizadas. Lethbridge escreve que nos Estados Unidos, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa. As bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas. O mercado, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. Um sistema como esse exige um nível elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações consistentes, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

Já no modelo nipo-germânico, como vimos, a propriedade é muito mais concentrada. O economista aponta que na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%. Além disso, no Japão, por exemplo, entre 50% e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas, no sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros dos *keiretsus*. Na Alemanha, os bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada como no sistema anglo-saxão, os acionistas reduzem o seu risco colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.

As diferenças vistas acima refletem visões distintas em relação aos objetivos finais que uma empresa deve ter. No modelo anglo-saxão o objetivo essencial das companhias geralmente envolve a criação de valor para os acionistas, enquanto no modelo nipo-germânico as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades, como empregados, fornecedores, clientes e a comunidade. Eric Lethbridge comenta que é possível distinguir dois tipos extremos de controle corporativo: de um lado, o *shareholder*, no qual a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas; e de outro lado, o *stakeholder*, onde, além dos acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser levado em conta pelas companhias. O sistema chamado *stakeholder* também se diferencia do *shareholder*, pois atribui claramente maior peso aos interesses dos empregados. Na Alemanha, vimos isso através das barreiras que existem em relação à demissão de empregados e no Japão, através da concessão de empregos vitalícios a funcionários de uma parte significativa de empresas japonesas.

Nos últimos anos o cenário internacional vem mudando, devido principalmente à globalização. Independente de uma avaliação do mérito ou da eficácia competitiva relativa do sistema *stakeholder*, Lethbridge afirma que o que mais chama a atenção de influentes analistas anglo-saxões é que, “nos países onde tradicionalmente impera esse sistema, há forças que estão provocando uma mudança de ênfase a favor de uma gestão das empresas que garante retornos maiores para os acionistas”.<sup>8</sup> Na Alemanha, por exemplo, as maiores empresas, para melhorar sua competitividade em mercados globais, estão sendo obrigadas a se reestruturar, reduzir custos e buscar fontes de financiamento no mercado internacional de capitais. O economista afirma ainda que os laços entre os grandes bancos e as empresas, outro pilar do sistema *stakeholder* alemão, também estão sofrendo abalos: “de um lado, os bancos estão flexibilizando seus investimentos, reduzindo suas participações dominantes nas maiores empresas; e, de outro, as empresas estão vendo a participação de fundos de investimentos, principalmente norte-americanos, aumentar”.<sup>9</sup>

Para participar do mercado globalizado, as maiores empresas que fazem parte do modelo nipo-germânico estão tendo de se adequar a normas internacionais de contabilidade, principalmente às da US-Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP), obrigatórias para empresas que desejam lançar ações na Bolsa de Nova York. Lethbridge afirma também que “a adesão a práticas anglo-saxônicas é também evidenciada pelo uso cada vez mais freqüente de sistemas de remuneração incentivado”.<sup>10</sup>

De acordo com o economista, no Japão, por exemplo, o sistema de emprego vitalício está sendo redefinido para diminuir o número de empregados beneficiados, e este “pacto social” tem sido pressionado também pela exportação de empregos, fruto da valorização do iene durante os últimos anos. A “lealdade” das empresas aos outros membros dos *keiretsus* também não parece mais tão obrigatória. Os lucros, em vez do princípio de relacionamento dentro do grupo, estão sendo colocados em primeiro lugar, e as empresas cada vez mais se abastecem ou vendem fora do grupo. Participações acionárias cruzadas também estão começando a ser liquidadas, para fazer frente a compromissos financeiros.

---

<sup>8</sup> *Ibidem*, p. 12.

<sup>9</sup> *Idem*.

<sup>10</sup> *Idem*.

A exemplo da Alemanha e do Japão, a França também vem se reestruturando, ainda que em grau menor, influenciada principalmente pelo aumento dos investimentos estrangeiros em suas empresas, principalmente oriundos dos Estados Unidos e Reino Unido.

Para concluirmos esta seção, podemos seguir as idéias de Lethbridge, que afirma:

Na visão anglo-saxônica contemporânea, a importância das formas de governança dá-se no sentido de sinalizar a existência de um quadro institucional nas corporações que aumente sua capacidade de atrair investidores. Entre estes sinais, destacam-se a remuneração incentivada para altos executivos, os conselhos de administração, que, por sua independência em relação à administração executiva, constituem efetivamente um foro para a representação dos interesses dos acionistas, e a equidade de tratamento dos acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários.<sup>11</sup>

O ponto de vista predominante, como vimos, é o anglo-saxão, e ele defende a idéia de que a boa governança contribui para a competitividade das empresas, já que estimula o aporte de capitais e institucionaliza mecanismos que permitem a contestação das administrações.

## 2.5- Governança Corporativa no Brasil

De acordo com o IBGC, no Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país.

Hoje, o mercado de capitais brasileiro, as empresas, os investidores e a mídia especializada já utilizam amplamente a expressão “governança corporativa”, mencionam e consideram as boas práticas de governança em sua estratégia de negócios.

Vale a pena voltarmos brevemente no tempo para entendermos melhor as mudanças que ocorreram no país ao longo do século XX. O economista Nelson Siffert Filho, em artigo chamado “Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências”, escreve:

A despeito de o crescimento ter ocorrido com maior velocidade em um ou outro período histórico, não se pode negar a configuração de um longo ciclo de crescimento entre os anos 30 e o início dos anos 80, o que permitiu a montagem de um parque industrial diversificado e relativamente moderno. O processo de substituição de importações forneceu o norte, através da internalização sucessiva de setores industriais à medida que o balanço de pagamentos indicava a necessidade. Nesse cenário predominavam grandes empresas estatais atendendo ao seu controlador (governo), empresas privadas com

---

<sup>11</sup> *Idem*, p. 13.

controle familiar e filiais de empresas estrangeiras - todas, ainda que com performance diferenciada, inseridas em uma economia com o processo concorrencial “controlado”.<sup>12</sup>

Siffert Filho comenta a seguir as transformações por que passou o Brasil a partir das décadas de 80 e 90:

Após uma década de instabilidade monetária (anos 80), baixo crescimento e um quadro externo adverso, no início dos anos 90 novos condicionantes são apresentados à economia brasileira. Inicia-se o processo de abertura comercial, introduzem-se novos padrões de consumo e produção, redefine-se a atuação estatal, deslança-se o programa de privatização, tendo no período 1991/97 ocorrido a transferência patrimonial de US\$ 37,6 bilhões. Com a estabilização monetária, a partir de 1994, aumenta-se a atratividade da economia nacional com a expansão do mercado interno, em meio a um cenário externo de profundas transformações na economia mundial, notadamente no tocante aos fluxos de capital que retornam à economia brasileira com grande intensidade após o Plano Real.<sup>13</sup>

Novas e importantes oportunidades surgiram nas últimas décadas para as empresas brasileiras:

Com as mudanças estruturais – abertura, privatização e estabilização – são redefinidas as condições concorrenciais. A proteção vigente até então criava um ambiente favorável a condutas pouco agressivas por parte dos empresários, tanto na ótica do desenvolvimento tecnológico como na busca de qualidade de produto e serviço, ou mesmo na gestão de suas empresas. Ao mesmo tempo, com a retirada do Estado do setor industrial e de importantes áreas de serviços, descortina-se um amplo horizonte de oportunidades para capitais nacionais e estrangeiros.<sup>14</sup>

A velocidade e a intensidade das transformações fazem com que as empresas brasileiras que participam do cenário atual tenham que se adaptar:

Em se tratando da economia brasileira, o Estado, enquanto produtor de bens e serviços, está em franca retirada, embora novas funções regulatórias de grande importância lhe sejam dirigidas. Empresas que até os anos 80 eram estatais, atuantes em setores como siderurgia, papel e celulose, fertilizantes, química e petroquímica, transporte ferroviário, mineração, entre outros, estão sob novo controle. A empresa familiar nacional encontra-se sob forte pressão, seja pelo lado das dificuldades de se estabelecer uma adequada estrutura de capital, com maior participação de equity (recursos não-exigíveis) no financiamento dos investimentos, seja pelas dificuldades inerentes a uma economia com maior exposição aos capitais externos. *Novos agentes ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, e investidores externos.* Arranjos societários são estabelecidos envolvendo a participação desses atores e, nesse contexto, novas formas de governança corporativa tornam-se presentes na economia brasileira.<sup>15</sup> (grifo meu)

---

<sup>12</sup> SIFFERT FILHO, Nelson. “Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências”. In: Revista BNDES nº 9, junho de 1998, p. 3.

<sup>13</sup> *Idem.*

<sup>14</sup> *Idem.*

<sup>15</sup> *Idem.*

Hoje se pode dizer que o modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, o país caminha para uma nova estrutura empresarial, marcada principalmente pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão. O IBGC também aponta para vários fatores que contribuíram para que essa mudança começasse a ocorrer, como: as privatizações; o movimento internacional de fusões e aquisições; a globalização; as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital; a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

No caso das privatizações, ao transferir o controle do que era estatal para grupos privados, observou-se a configuração de novas realidades societárias, onde grupos nacionais, multinacionais e fundos de pensão podem compartilhar o controle das companhias. Estes precisam distribuir entre si o comando da empresa, necessitando, portanto, estabelecer regras para reger o cotidiano empresarial. Pode-se dizer, portanto, que o cenário empresarial brasileiro se tornou muito mais complexo nos últimos anos.

O movimento internacional de fusões e aquisições também ajudou a modificar o ambiente empresarial no Brasil. O ingresso maciço de capital estrangeiro em nosso mercado de capitais e na própria estrutura das empresas traz novos desafios para a governança corporativa.

O IBGC comenta ainda que os investidores institucionais brasileiros, seguindo o que vem ocorrendo internacionalmente, começam a abandonar uma postura inicial passiva para atuar de forma mais ativa, comparecendo a assembléias gerais, exercendo seus direitos de voto, o que obriga as empresas a se adaptem às exigências destes grupos, adotando as práticas da boa governança corporativa.

### **2.5.1- Novos segmentos listados pela Bovespa**

Com o objetivo de proporcionar um ambiente que estimulasse tanto o interesse da parte de investidores quanto a valorização das empresas participantes, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) decidiu criar no ano 2000 níveis diferenciados de Governança Corporativa, apresentando uma listagem das empresas que compõem cada

segmento. A distribuição em nível 1 ou 2, ou Novo Mercado depende do grau de compromisso que a empresa apresenta em relação a determinadas práticas societárias.

As companhias que estão listadas em algum dos segmentos propostos pela BOVESPA oferecem aos seus acionistas melhores práticas de governança corporativa, ampliando os direitos dos acionistas minoritários e aumentando a transparência através da divulgação de informações de melhor qualidade, que facilitam o acompanhamento da performance empresarial.

A premissa básica dos segmentos especiais listados pela BOVESPA é que melhorando a qualidade das informações prestadas pelas companhias e ampliando os direitos societários, é possível reduzir as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornando-se seus sócios. Reduzindo-se o risco, as ações também podem ser melhor precificadas, o que incentiva também novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário.

Adotando as boas práticas de governança corporativa, as companhias estariam proporcionando maior credibilidade ao mercado de ações, o que conseqüentemente ajudaria a aumentar a confiança e a disposição dos investidores em adquirir ações das empresas listadas e a pagar um preço melhor por elas, reduzindo o custo de captação.

De acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), o Novo Mercado Brasileiro teria sido em parte inspirado no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Dependendo do grau de compromisso, as empresas podem aderir ao Nível 1 ou 2, ou ao Novo Mercado, o que é feito através da assinatura de um contrato formal entre a empresa e a BOVESPA. A adesão é, portanto, voluntária, e por mais que as empresas preencham os requisitos para participarem do Nível 1 ou 2, ou Novo Mercado, é requerida a assinatura do contrato, significando que as partes estão de acordo quanto à observação do Regulamento do segmento específico, que consolida as regras que devem ser cumpridas.

#### **2.5.1.1- Nível 1**

As Companhias do Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. De acordo com a

BOVESPA, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação as seguintes:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

A lista abaixo oferece o nome das companhias listadas atualmente no nível 1:

ARACRUZ CELULOSE S.A.	CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACH.	METALÚRGICA GERDAU S.A.
ARCELOR BRASIL S.A.	CIA HERING	RANDON S.A. IMPL. E PART.
BCO. BRADESCO S.A.	CIA TRANSM. ENERG. ELET. PAULISTA	VIGOR S.A.
BCO. ITAU HOLDING FIN. S.A.	CIA VALE DO RIO DOCE	SADIA S.A.
BRADESPAR S.A.	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	S. P. ALPARGATAS S.A.
BRASIL TELECOM PART. S.A.	DURATEX S.A.	SUZANO S.A.
BRASIL TELECOM S.A.	FRAS-LE S.A.	ULTRAPAR PART. S.A.
BRASKEM S.A.	GERDAU S.A.	UNIBANCO HOLDINGS S.A.
ELETROBRÁS	IOCHPE MAXION S.A.	UNIBANCO S.A.
CESP – CIA ENERGÉTICA DE SP	ITAU S.A. INVESTIMENTOS ITAU S.A.	UNIPAR S.A.
CIA BRASILEIRA DE DIST.	KLABIN S.A.	VOTORANTIM S.A.
CEMIG – CIA ENERGÉTICA DE MG	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	WEG S.A.

Tabela 1: Empresas listadas no nível 1 da BOVESPA

### 2.5.1.2- Nível 2

De acordo com a BOVESPA, as Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Seguem abaixo, como forma de exemplo, algumas das obrigações que as empresas listadas no Nível 2 possuem:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- O Conselho de Administração deve ter no mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. Além disso, no mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de constar no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos devem ser aprovados em Assembléias Gerais e até mesmo incluídos no Estatuto Social da companhia.

A lista abaixo oferece o nome das companhias listadas atualmente no nível 2:

ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.
CENTRAIS ELET. SANTA CATARINA S.A.	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
ELETROPAULO METROP. ELET. S. P. S.A.	SUZANO PETROQUÍMICA S.A.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	TAM S.A.
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	UNIVERSO ONLINE S.A.
MARCOPOLO S.A.	VIVAX S.A.

Tabela 2: Empresas listadas no nível 2 da BOVESPA

### 2.5.1.3- Novo Mercado

Assim como as empresas listadas no Nível 1 ou no Nível 2 se comprometem voluntariamente a adotar práticas de Governança Corporativa além do que é exigido pela legislação brasileira, o mesmo acontece com as empresas que participam do Novo Mercado.

As regras do Novo Mercado visam ampliar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal diferença do Novo Mercado em relação às demais listagens e à legislação brasileira é a exigência de que o capital social da companhia seja composto exclusivamente de ações ordinárias. Além desta, há outras obrigações que as empresas do Novo Mercado precisam respeitar, tais como:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Assim como no Nível 2, além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos das empresas do Novo Mercado devem ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social das companhias.

Abaixo segue a lista das empresas atualmente listadas no Novo Mercado:

ABYARA PLANEJ. IMOB. S.A.	CYRELA BRAZYL REALTY S.A.	LUPATECH S.A.
AMERICAN BANKNOTE S.A.	DATASUL S.A.	MEDIAL SAÚDE S.A.
BANCO DO BRASIL S.A.	DIAGNÓSTICO DA AMÉRICA S.A.	MMX MINERAÇÃO E MET. S.A.
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	EDP – ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NATURA COSMÉTICOS S.A.
BRASILAGRO	EMBRAER S.A.	OBRASCON H.L. BRASIL S.A.
CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	ETERNIT S.A.	PERDIGÃO S.A.
CIA SANEAMENTO BAS. S. PAULO	GAFISA S.A.	PORTOSEGURO S.A.
COPASA - MG	GRENDENE S.A.	RENAR MARCAS S.A.
COMPANY S.A.	KLABIN SEGAL S.A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COM.	LIGHT S.A.	SUBMARINO S.A.
CPFL ENERGIA S.A.	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	TOTVS S.A.
CSU CARDSYSTEM S.A.	LOJAS RENNER S.A.	TRACTEBEL ENERGIA S.A.

Tabela 3: Empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA

### 2.5.2- Reforma da Lei das S.A.

Configurando mais uma iniciativa no sentido de aperfeiçoar o modelo brasileiro de Governança Corporativa, foi promulgada a Reforma na Lei das S.A., em 31 de outubro de 2001, que teve como objetivo principal fortalecer o mercado de capitais no Brasil, conferindo-lhe mais transparência e credibilidade.

De acordo com o IBGC, assumiu-se a premissa de que o alinhamento de interesses gera valor para as companhias, ou seja, quanto maior for o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, mais ela vale.

Para o IBGC, apesar de a nova lei incorporar algumas das práticas recomendadas de governança corporativa, o processo de negociação política exigido para a sua aprovação fez com que, em alguns pontos, suas inovações ficassem aquém do que se esperava. No entanto, por mais que possa ser considerada imperfeita sob alguns aspectos, o longo e polêmico processo de discussão da lei durante sua tramitação no Congresso Nacional representou em si mesmo um benefício e elevou o nível dos debates e o grau de conscientização dos setores envolvidos quanto aos principais problemas relacionados à governança corporativa.

A Reforma também trouxe diversas modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), particularmente quanto à estrutura da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando conferir ao órgão regulador maior autonomia para exercer seu poder de polícia do mercado de capitais. Com suas novas atribuições, a CVM teve uma ampliação considerável de seus poderes na regulação e fiscalização do mercado financeiro, assumindo funções antes reservadas ao Banco Central, bem como eliminando as “zonas cinzentas” de atribuições dos dois órgãos.

Entre as principais inovações da reforma, estão:

- A proporção entre ações ordinárias e preferenciais passa a ser de 50% para as companhias constituídas a partir da nova lei;
- Modificação das vantagens atribuídas às ações preferenciais, visando a fazer das mesmas um produto mais atraente para o investidor;
- Retorno do direito de recesso em determinadas hipóteses de cisão de companhia;
- 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, cada qual, 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;
- Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidos os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração;
- Melhoria no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como alargamento de seu prazo de convocação;
- Oferta pública de aquisição obrigatória, por parte do adquirente do controle do capital de companhia aberta, das demais ações ordinárias por preço equivalente a no mínimo 80% do preço pago por cada ação do bloco de controle; ou opção, oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários, de permanecer na companhia, mediante pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle;
- O fechamento de capital da companhia deverá ser feito mediante oferta pública formulada pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos

seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.

– Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador;

– Foi alterado o conceito de valor mobiliário que agora passa a incluir também novos instrumentos, sempre atentando para a natureza de apelo à poupança popular que através deles possa se buscar;

– 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;

– Tipificação de crimes contra o mercado de capitais como manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

Concluindo este capítulo, pode-se afirmar que a evolução do tema da governança corporativa nos últimos anos é impressionante, e cada vez mais estudos são publicados ressaltando a importância da governança nas empresas e como boas práticas possuem uma relação positiva com o desempenho das empresas. No caso brasileiro, pode-se observar claramente que a maior parte das empresas que abriram capital nos anos após o lançamento na BOVESPA dos níveis diferenciados de governança, optaram voluntariamente por aderir ao nível 1 ou 2, ou ao Novo Mercado, assumindo um comprometimento com determinadas regras que vão além daquelas exigidas pela lei.

## Capítulo 3 – Fundos de Investimento

### 3.1- Fundos de Investimento: breve introdução

O objetivo deste capítulo é fazer uma breve revisão dos principais conceitos relacionados aos fundos de investimento. Primeiro será definido o que é um fundo de investimento, para depois analisarmos a sua evolução, com enfoque no caso brasileiro. Posteriormente explicitaremos como é a estrutura de um fundo, com as principais entidades que dele participam. Em seguida, trataremos dos órgãos reguladores da indústria de fundos no Brasil, e, finalmente iremos identificar os diversos tipos de fundos de investimento existentes, indicando em que categoria os fundos de investimento que investem em empresas com boas práticas de governança corporativa são classificados.

### 3.2- Definição

Para a CVM, um fundo de investimento é “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais, observadas as disposições desta Instrução”. Em um fundo de investimento, a participação de cada investidor no montante total é representada pelo número de cotas que ele possui do fundo.

Investir em um fundo possui diversas vantagens pois além de contar com uma administração profissional, conta também com um poder maior de barganha na aplicação dos recursos do que teria se aplicasse individualmente. Através dos fundos, os pequenos investidores têm acesso a melhores condições de mercado, menores custos e contam com administração profissional, colocando-os em igualdade com os grandes investidores. Além disso, existem diversos tipos de fundos de investimento, para todos tipos de perfil de investidor, de tal forma que todas combinações de risco x retorno estejam disponíveis.

Todos fundos possuem um estatuto social no qual é declarado suas características gerais, tais como os seus objetivos, tipos de ativos que deverá compor sua carteira, política de riscos, prazo para entrada e saída de recursos ser efetivada, investimento mínimo, as taxas de administração e performance, além de regras de cotização dentre outros detalhes.

### **3.3- Histórico dos Fundos de Investimento no Brasil**

O primeiro fundo de investimento foi criado na Bélgica, no século XIX, e logo depois investidores da Holanda, França e Inglaterra também passaram a usar este instrumento para financiar o desenvolvimento econômico e remunerar os recursos investidos. O primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos, o Massachusetts Investor Trust, iniciou suas operações em 1924. O fundo hoje continua ativo.

Abaixo faremos uma análise detalhada da evolução da indústria de fundos no Brasil. Poderá ser notada a importância do financiamento das empresas via compra de ações, muitas vezes feitas por fundos de investimento.

#### **1957 – Criado o primeiro fundo de investimento no Brasil**

No Brasil, o primeiro fundo de investimento surgiu em 1957, no contexto da euforia desenvolvimentista que marcou o início do governo de Juscelino Kubitschek. Não foi uma coincidência histórica. O Fundo Crescincó, como era chamado, nasceu porque seus administradores enxergaram no Brasil oportunidades semelhantes às aquelas que administradores holandeses, ingleses e franceses viram no fim do século XIX: grandes projetos que necessitavam de financiamento. Na carteira do Crescincó havia ações da Willys-Overland do Brasil, a primeira fábrica de motores a gasolina do País, e de outras representantes da nascente indústria automobilística brasileira. O Crescincó pertencia à International Basic Economic Corporation (Ibec) uma empresa do grupo Rockefeller.

#### **1959 – Autorizada a Constituição de Fundos em Condomínio (Portaria MF 309)**

Até 1964, o mercado financeiro nacional era muito incipiente. Foi somente com a Lei da Reforma Bancária, daquele ano, que se criaram instituições como o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central.

**1964 –** O ano que marca a história política recente do país, lança também as bases para o ordenamento do sistema financeiro brasileiro. Com a lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (4.565/64), a criação do CMN – Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, o governo procura disciplinar o mercado financeiro e concentrar o poder regulador.

**1965** – A Lei do Mercado de Capitais (4.728/65) estabelece normas e regulamentos para o novo modelo econômico desenvolvimentista do regime militar. As medidas levam à reestruturação da Bolsa de Valores e à criação dos Bancos de Investimentos.

**1967**– Criada a ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos. O decreto-Lei 157 dá origem aos fundos fiscais de investimentos em renda variável, os Fundos 157. O Objetivo é capitalizar empresas por meio de investimentos em ações ou debêntures. A aplicação em tais fundos permitia o abatimento de 10% no imposto de Renda.

O Decreto-Lei 157 concedia estímulos fiscais para que as empresas lançassem ações em bolsa e também para que as pessoas físicas investissem nesses papéis. Até 1978, os contribuintes recebiam, juntamente com a notificação do Imposto de Renda, um formulário para investir em algum Fundo 157 de sua escolha. Depois de preenchido, o formulário era apresentado a uma das instituições credenciadas para efetivar a aplicação. O instrumento foi extinto em outubro de 1983.

**1970** – A regulamentação dos fundos de investimento passa a ser função do Banco Central (Resoluções CMN 131/70 e 145/70). Nos anos 70, surgiram novas regras para estruturar o mercado financeiro nacional, destacando-se a legislação sobre fundos mútuos de investimento. Em 1965, a Lei de Mercado de Capitais já havia tratado desse tipo de investimento, mas só em 70 surgiu uma regulamentação específica. Nos anos seguintes, a regulamentação sofreu diversas alterações.

**1976** – Criada a CVM – Comissão de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), que absorve a responsabilidade de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários (Ações, debêntures e etc...), missão anteriormente exercida pelo BC.

**1978** – Resolução 460 do CMN permite a aplicação de reservas técnicas das entidades de previdência privada em cotas de fundos de investimento.

**1985** – Alteradas as normas de funcionamento dos fundos de investimento, criando duas categorias básicas: Fundos de Renda Fixa e Fundos de Ações (Resolução CMN 1022). É criada a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F).

**1986** – Anunciado o Plano Cruzado. Os preços e contratos são congelados por tempo indeterminado. Criados os Fundos de Curto Prazo ( Resolução CMN 1199). Surgem os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro (Resolução 1224).

**1987** – A CVM passa a poder estabelecer as normas e praticas referentes à administração dos Fundos de Ações e a autorizar previamente o funcionamento destes (Res 1280). São regulamentados os Fundos de Investimento em Renda Fixa. A Res CMN 1289 disciplina o ingresso de capital estrangeiro nas modalidades de investimento: sociedade de investimento capital estrangeiro, fundos de investimento capital estrangeiro e carteira de investimento mantida por entidades não-residentes.

**1990** – 24 Horas após a posse, o presidente eleito Fernando Collor de Mello, anuncia um novo pacote econômico (Plano Collor), e choca o país ao confiscar 80% da poupança dos brasileiros. A indústria de fundos sofre queda expressiva no volume de aplicações. O PL da indústria, em US\$ Bilhões, passou de 23.472 em 89 para 7.257 em 90.

**1991** – Criados os FAF – Fundo de Aplicação Financeira e os Fundos de Aplicação em Cotas de FAF (Resolução CMN 1787 – Anexo II). Surgem os Fundos DI: o BC permite aplicações dos recursos dos fundos de investimento em Renda Fixa nos mercados futuros de taxa de juros (Circular 2008). A CVM recebe poderes para regulamentar os fundos de investimento em Ações (Res 1787). O Anexo IV da Res 1832 dispõe sobre a criação da carteira de títulos e valores mobiliários a serem mantidas por investidores no exterior.

**1992** – O CMN autoriza a constituição dos Fundos de Commodities (Res 1912 e Circular Bacen 2205). Criados os fundos de investimento em Ações / Carteira Livre (Instrução CVM 177).

**1994** – O Governo lança o Plano Real. Criados os fundos de RF curto prazo e respectivo fundo de aplicações em cotas (Res CMN 2069 e Circular Bacen 2420). A CVM dá nova formatação aos fundos de ações, regulamenta os fundos de investimento em ações e fundos de investimento em Ações / Carteira Livre e cria o fundo de investimento em

cotas de fundos de ações. O CMN autoriza a formação de carteira com títulos da dívida externa brasileira.

**1995** – Nova legislação de fundos passa a vigorar (Res CMN 2183 – Anexo III e Circular Bacen 2616). Criados os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e os Fundos de Aplicação em Cotas de FIF (FAC/FIF). Estabelecidos o depósito compulsório e a carência para aplicações em fundos. Desregulamentação da indústria. A ANBID estabelece uma classificação própria para agregar os fundos. A indústria de fundos expande-se de forma natural, tornando-se popular.

Em 1995, a indústria apresentava um patrimônio de U\$S (bilhões) 63.636. Nesse ano, foram criados dos fundos de aplicação em cotas (fundos de fundos) e em um período de 1 ano, a variação do patrimônio dessa indústria foi de +75.24%, apresentando um patrimônio de U\$S (bilhões) 111.514 em 1996.

**1997** – Os Fundos Exclusivos são disciplinados pelo BC (Circular 2740). São estabelecidas normas para a segregação das administração de recursos de terceiros (Res CMN 2451). O PGBL - Plano Gerador de Benefício Livre é regulamentado (Res CNSP 6).

**1998** – Com os Fundos de Privatização – FGTS, a CVM permite o emprego de recursos do FGTS para aquisição de títulos do processo de privatização de empresas estatais (Instrução 279).

**1999** – Nova legislação do BC regulamenta o resgate de cotas dos FIF e FAC FIF, a qualquer tempo e com rendimento. Fim dos depósitos compulsórios. Criados os fundos de investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM) e seu respectivo fundo de investimento em cotas (Instruções CVM 302/303/304).

**2000** – Resolução 2689 do CMN iguala em direitos o investidor residente. Revoga as Resoluções 1832/91 (Anexo IV), 2034/93 (Renda Fixa capital estrangeiro) e os Anexos I e II da Resolução 1289/97. Criados os Fundos Referenciados (Circular Bacen 2958).

**2001** – I Congresso Brasileiro da Indústria de Fundos de Investimento.

**2002** – A CVM passa a ser responsável por normatizar e supervisionar o mercado de fundos de investimento.

**2003** – II Congresso Brasileiro da Indústria de Fundos de Investimento.

**2004** – A CVM edita a Instrução 409 em agosto 04. As novas regras estabelecem, entre outras mudanças, que: Os fundos sejam agrupados em sete classes; Todos os fundos passam a ter políticas mensais de divulgação; Fundos de curto prazo, referenciados e de renda fixa não terão taxa de performance; Registro automático para criar um fundo, via internet, será feito na página da CVM.

A indústria brasileira de fundos de investimento abrange, em Abril de 2006, quase seis mil fundos. Através destes fundos são administrados mais de R\$850 bilhões, ou cerca de 44% do PIB do Brasil. O órgão público responsável pela supervisão e regulamentação dessa indústria é a Comissão de Valores Mobiliários. Até Abril de 2002, sua jurisdição restringia-se aos fundos de ações e outros valores mobiliários. Naquele mês, contudo, com a entrada em vigor da Lei 10.303/01, a jurisdição da CVM foi ampliada. Hoje ela inclui também os fundos de investimento que investe em títulos públicos federais.

A principal norma que rege a indústria de fundos é a instrução CVM 409/04. Ela regula a maior parte dos fundos brasileiros. Atualmente, encontra-se em audiência pública uma proposta de alteração desta instrução, que visa preparar a regulamentação da indústria para um cenário futuro de menores taxas de juros básicas, no qual se antevê um apetite maior dos gestores de recursos por títulos privados, com perfis mais variados de risco e rentabilidade.

Na visão da CVM, há uma necessidade de maior informação e entendimento, pelos investidores brasileiros, dos riscos e dos custos em que incorrem quando investem em fundos. Essa visão é a que norteia o plano de mudança da regulamentação. Basicamente, a minuta propõe uma compensação regulatória: a liberdade admitida na gestão dos ativos de um fundo será função do nível de informação comprovadamente recebida pelo investidor e da sua aptidão para compreender os riscos aos quais o seu patrimônio está exposto, aptidão esta presumida como proporcional à sua capacidade de investimento.

### 3.4- A Estrutura de um Fundo de Investimento

Existem diversos personagens envolvidos na existência de um fundo, dentre eles: o gestor, o administrador, o custodiante e o auditor. E existem casos em que um mesmo personagem exerce mais de uma papel neste contexto. Segue abaixo uma descrição do papel de cada uma destas partes.

**Gestor:** Responsável pelas tomadas de decisão de investimento, pela escolha dos ativos que irão compor a carteira do fundo.

**Administrador:** Sua responsabilidade é em relação à parte operacional da equipe de gestão, atuando como um back-office com a responsabilidade do cálculo de cotas, verificação de enquadramento dos fundos, envio de correspondência aos clientes, entre outras funções. O administrador é o responsável Legal dos fundos de investimento perante todos os órgãos reguladores.

**Custodiante:** Sua responsabilidade é em relação a custódia dos ativos que compõem a carteira dos fundos.

**Auditor:** É responsável pela auditoria dos fundos, buscando verificar se os mesmos estão de acordo com as legislações vigentes e preparar demonstrativos de resultados.

### 3.5- Órgãos Reguladores

A seguir veremos as definições dos órgãos reguladores dos fundos de investimento, que regem as leis desta indústria. As definições abaixo foram retiradas dos respectivos sites de cada órgão regulador.

#### 3.5.1- CVM

De acordo com a lei que a criou, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá suas funções, a fim de:

- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

### **3.5.2- ANBID**

Criada em 1967, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento é a principal representante das instituições financeiras que operam no mercado de capitais brasileiro, e tem por objetivo buscar seu fortalecimento como instrumento fomentador do desenvolvimento do país.

Seus associados são Bancos de Investimento, Bancos Múltiplos com carteiras de investimento, que atuam na gestão e administração de fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, fusões e aquisições, private banking, custódia, entre outros serviços prioritários relacionados ao mercado de capitais, empresas de asset management, e de consultoria financeira.

A ANBID possui como seus objetivos permanentes:

- Fortalecer o mercado de capitais como instrumento de financiamento do desenvolvimento;
- Apoiar o fortalecimento da CVM como órgão regulador do mercado de capitais;
- Aperfeiçoar os arcabouços legal, regulatório e tributário do mercado de capitais;

- Incentivar a adoção de melhores práticas entre os associados e o respeito aos direitos dos investidores;
- Aprimorar a infra-estrutura de serviços e a racionalização das práticas operacionais do mercado de capitais;
- Dotar o mercado brasileiro de mecanismos de auto-regulação;
- Contribuir para a ampliação do conhecimento dos investidores e agentes relevantes do mercado sobre os produtos de investimento disponíveis no mercado de capitais;
- Dotar o mercado de informações relevantes sobre os segmentos da indústria financeira representados pela entidade

### **3.6- Tipos de Fundo de Investimento**

Segundo a instrução CVM 409 que dispõem sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, os fundos classificam-se em:

- **Fundo de Curto Prazo:** Devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior 60 dias, sendo permitida a utilização de derivativos apenas para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

- **Fundo Referenciado:** Devem identificar em sua denominação o seu indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras, desde que atendidas, cumulativamente, as seguintes condições:

- a. Tenham 80%, no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por: Títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo

risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país

**b.** Estipulem que 95%, no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho escolhido

**c.** Restrinjam a respectiva atuação no mercado de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

- **Fundo de Renda Fixa:** Devem possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome a classe

- **Fundo de ações:** Devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado

- **Fundo Cambial:** Devem possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome a classe

- **Fundo de Dívida Externa:** Devem aplicar, no mínimo 80% de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional

- **Fundo Multimercado:** Devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes

Poderá ser visto no próximo capítulo, que na maioria dos casos, os fundos de governança corporativa são fundos de investimento em ações, tendo com isso que

respeitar os critérios desta categoria, estando sempre enquadrados dentro dos limites especificados.

## **Capítulo 4 – Análise de rentabilidade e a política de influência nas empresas investidas pelos fundos de governança**

Este capítulo será dividido em duas partes. Na primeira, será feita uma análise da rentabilidade dos fundos de governança com base em suas cotas históricas divulgadas e informadas a CVM, comparando-as com dois índices de ações (Ibovespa e IGC). O objetivo da primeira seção é o de apresentar os resultados desta análise. Na segunda seção deste capítulo, iremos, principalmente com base em exemplos dos fundos de governança estudados na primeira seção, apresentar a forma como estes gestores influenciam nas decisões tomadas pelas empresas nas quais investem, bem como citar as restrições legais impostas pela CVM no caso desta influência ser formal via conselhos de administração e/ou fiscal.

Espera-se, com isso, que se a hipótese levantada pelo autor, de que os fundos de governança tem uma performance superior a performance do mercado (medida através do IBOVESPA), vier a ser verificada pela análise de rentabilidade, então, as justificativas para este resultado possam ser suportadas através de exemplos de como estes fundos atuam exercendo influência positiva na gestão das empresas investidas, sem deixar de ressaltar, é claro, o rigoroso trabalho que é feito pelos profissionais destes fundos na escolha de sua carteira de ações, que levam em conta principalmente a política de governança destas empresas.

### **4.1- Análise de rentabilidade**

A forma escolhida para fazer esta análise, compreende três períodos distintos: 5, 4 e 2 anos. Assim, pode-se chegar a conclusões mais precisas e até mesmo distintas para diferentes horizontes de investimento.

Antes de começar a análise da rentabilidade, será feita uma pequena apresentação das principais características dos fundos de governança utilizados nesta etapa. Estas características incluem aspectos como o conceito do fundo, detalhes operacionais e a sua última carteira divulgada na CVM em Julho de 2006.

Para cada prazo, haverá um gráfico representando a rentabilidade de cada fundo e índice com a respectiva análise abaixo, e, uma tabela com o índice de sharpe e desvio-padrão respectivo para o período

Os fundos e índices escolhidos para esta análise, foram os seguintes:

Fundos:

- DYNAMO COUGAR FIA
- IP PARTICIPAÇÕES INSTITUCIONAL FIA
- IP PARTICIPAÇÕES FI AÇÕES
- RB FUNDAMENTAL FIA
- TARPON HG FIA
- TARPON SMALL CAPS HG FIA

Índices:

- IBOVESPA (Índice Bovespa)
- IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada)

## **4.1.1-Apresentação dos fundos de governança**

### **4.1.1.1- RB Fundamental FIA**

Conceito:

O objetivo do FUNDO é proporcionar valorização a médio e longo prazo de suas cotas, mediante aplicação de seus recursos preponderantemente em empresas promissoras do mercado acionário brasileiro. A seleção de empresas é feita em função do diferencial existente entre seu valor econômico intrínseco baseado em análise fundamentalista e seu valor de mercado. Em função dessa filosofia, o Fundo não se preocupa com oscilações de curto prazo dos preços das ações que compõem a carteira do Fundo. O Fundo busca retornos superiores aos do mercado, investindo preponderantemente em ações de empresas de baixo valor de mercado e/ou de menor liquidez nos pregões das bolsas de valores. Além disso, é parte integrante da estratégia da administradora e do conselho consultivo do Fundo acompanhar estreitamente a gestão das empresas, de forma a contribuir ativamente para a valorização de suas ações.

Aspectos Operacionais:

- Investimento Mínimo: R\$ 100 mil
- Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil
- Liquidez para resgate: 60 dias a partir do pedido de resgate
- Taxa de administração: 2% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo, calculada diariamente e paga mensalmente
- Taxa de performance: 20% do que exceder o IGPM+6% ao ano, provisionada diariamente e paga semestralmente

Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$23.513.159,05

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	ETER3	844,260	8,442,600.00	8,273,748.00	35.19
	BRAP4	102,200	7,187,982.00	7,600,614.00	32.325
	USIM5	78,506	5,929,995.65	5,887,950.00	25.041
	ROMI4	9,540	1,049,400.00	1,075,635.00	4.575
	CTNM4	2,450,000	465,293.66	473,805.50	2.015
	ROMI3	1,000	83,500.00	105,010.00	0.447
	CTNM3	90,000	16,019.70	15,571.80	0.066
EMPRÉSTIMOS	USIM5	1,000	74,080.00	75,000.00	0.319
COTAS DE FUNDOS	PACTUAL YIELD DI		11,257.73	11,257.73	0.048
DISPONIBILIDADES				5,797.78	0.025
VALORES A PAGAR				41,682.63	-0.177
VALORES A RECEBER				30,451.87	0.13

Tabela 4: Carteira RB Fundamental

#### 4.1.1.2- Tarpon HG FIA

Conceito:

- Seleção de ações com alto potencial de valorização no longo prazo
- Foco na identificação de estratégias de negócios vencedoras que geram valor aos acionistas
- Performance operacional e valor de mercado da empresa tendem a convergir no longo prazo
- Denso conhecimento das empresas e dos respectivos mercados de atuação
- Relacionamento estreito com os executivos das companhias investidas e constante avaliação das mesmas

Aspectos Operacionais:

- Investimento Mínimo: R\$ 100 mil
- Liquidez para resgate: 60 dias a partir do pedido de resgate
- Taxa de administração: 2% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo
- Taxa de performance: 20% do que exceder o IGPM+6% ao ano, provisionada diariamente e paga semestralmente

Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$259.973.241,09

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	ACES4	1,886,659	65,570,342.57	72,711,837.86	27.97
	CGAS5	194,311,890	52,242,273.45	54,551,120.00	20.983
	PTIP4	2,991,919	52,099,640.45	54,542,683.37	20.98
	ARCE3	602,287	20,981,416.93	20,718,672.80	7.97
	AMBV3	8,143,000	6,841,050.63	6,350,399.98	2.443

	BRKM5	406,030	4,462,641.99	4,632,802.30	1.782
	CTAX4	2,240,090	4,708,344.76	3,942,588.40	1.517
	CESP6	171,200	2,482,400.00	2,912,112.00	1.12
	BRT04	93,800	852,439.13	805,742.00	0.31
	ACES3	15,365	567,744.98	570,809.75	0.22
EMPRÉSTIMOS	CGAS5	930,000	139,815.39	261,088.20	0.1
	PTIP4	11,700	206,388.00	213,291.00	0.082
DISPONIBILIDADES				27,156.56	0.01
TÍTULOS PÚBLICOS	LFT - 15/11/2006	8,115	22,442,928.71	22,772,866.46	8.76
TÍTULOS PÚBLICOS	LFT - 20/12/2006	6,360	17,658,482.31	17,848,191.81	6.865
VALORES A PAGAR				3,010,675.45	-1.158
VALORES A RECEBER				122,564.05	0.047

Tabela 5: Carteira Tarpon HG FIA

#### 4.1.1.3- Tarpon Small Caps HG FIA

Conceito:

- Seleção de ações com reduzido valor de mercado e alto potencial de valorização, com o objetivo de transformar o menor interesse dos investidores por empresa de porte reduzido e os prêmios pela falta de liquidez, em performance superior de longo prazo
- Foco na identificação de estratégias de negócios vencedoras que geram valor aos acionistas
- Performance operacional e valor de mercado da empresa tendem a convergir no longo prazo
- Denso conhecimento das empresas e dos respectivos mercados de atuação
- Relacionamento estreito com os executivos das companhias investidas e constante avaliação das mesmas

Aspectos Operacionais:

- Investimento Mínimo: R\$ 50 mil
- Liquidez para resgate: 60 dias a partir do pedido de resgate
- Taxa de administração: 2% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo
- Taxa de performance: 20% do que exceder o IGPM+6% ao ano, provisionada diariamente e paga semestralmente

Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$ 26.441.921,72

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	RIPI4	254,800	7,666,670.79	7,804,524.00	29.52
	ALPA4	49,400	9,718,504.88	4,517,630.00	17.085
	AVIL3	9,514	3,892,191.16	3,948,310.00	14.932
	BESP4	6,610,000	2,660,849.45	2,414,500.80	9.131
	TKNO4	2,933,000	1,642,850.00	1,688,117.48	6.384
	SHUL4	14,600,000	1,313,872.25	1,328,600.00	5.025
	IGBR5	61,100	977,600.00	1,008,150.00	3.813

	CEEB3	3,670,000	689,491.19	671,610.00	2.54
	EALT4	15,900	190,580.04	365,700.00	1.383
	CMGR4	35,850	287,278.00	286,800.00	1.085
	CMGR3	13,370	106,960.00	106,960.00	0.405
	IGBR3	4,200	67,132.59	63,000.00	0.238
	AFLU3	3,670,000	0.00	37,213.80	0.141
DISPONIBILIDADES				25,588.78	0.097
TÍTULOS PÚBLICOS	LFT - 15/11/2006	445	1,231,800.61	1,248,789.36	4.723
	LFT - 20/12/2006	395	1,101,613.41	1,108,496.19	4.192
VALORES A PAGAR				212,780.81	-0.805
VALORES A RECEBER				30,712.12	0.116

Tabela 6: Carteira Tarpon Small Caps

#### 4.1.1.4 – Dynamo Cougar FIA

Conceito:

O Dynamo Cougar é um dos maiores fundos de ações do Brasil, tendo como cotistas pessoas físicas e investidores institucionais. O prazo médio de permanência dos cotistas é consideravelmente elevado, o que reflete a adequação da base de cotistas à estratégia de investimentos. Não obstante os retornos de curto prazo do fundo terem sido bastante satisfatórios, o Dynamo Cougar é destinado basicamente a investidores interessados em rentabilidade a médio e longo prazos.

- Critério de investimentos fundamentalista. Só investe onde julga entender o negócio. Não é market timers. Não usa derivativos para alavancar os fundos
- Horizonte de investimento de médio e longo prazos
- Escolha de companhias de qualidade, com administração competente e íntegra, atividade rentável, potencial de crescimento e política corporativa que busque a criação de valor para os acionistas
- Investidores presentes, procurando colaborar pro-ativamente com as companhias a fim de adicionar valor ao negócio. Atitude de sócio ativo e não de minoritário passivo
- Estabelecimento de um estreito relacionamento com os administradores das empresas
- Objetivo: Gerar retorno real anual acima de 20%

Aspectos Operacionais

- Investimento Mínimo: R\$ 100 mil
- Carência para cada aplicação: 90 dias
- Taxa de administração: 2% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo
- Taxa de performance: 15% do que exceder o IGPM+6% ao ano

Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$ 665.733.047,03

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	ITSA4	13,380,536	121,793,061.48	120,023,407.92	18.30
	ARCE3	3,359,800	113,807,303.51	115,577,120.00	17.626
	AMBV4	82,886,116	77,326,902.55	72,728,422.48	11.091
	PCAR4	740,060,200	64,367,114.00	48,288,928.05	7.364
	BRTO4	3,437,251,300	35,181,554.95	29,525,988.67	4.503
	GGBR3	1,030,450	25,926,122.00	28,543,465.00	4.353
	COCE5	1,908,400,000	20,782,476.00	19,217,588.00	2.931
	FBRA4	706,925	16,280,482.75	18,238,665.00	2.781
	TBLE3	959,800	17,128,222.82	16,287,806.00	2.484
	GETI4	289,280,000	17,322,086.40	15,812,044.80	2.411
	PSSA3	342,000	11,399,762.49	13,611,600.00	2.076
	ELPL4	144,697,100	14,999,884.43	13,362,777.19	2.038
	GGBR4	247,093	8,039,242.66	8,411,045.72	1.283
	CESP6	467,300,000	6,775,850.00	7,948,773.00	1.212
	AMBV3	8,130,000	6,788,199.82	6,340,261.80	0.967
	CTNM4	19,274,341	4,233,223.51	3,727,464.81	0.568
	ACES3	60,500	2,229,434.17	2,247,575.00	0.343
	FFTL3	100	2,632.00	2,364.00	0
	EMPRÉSTIMOS	ELPL4	143,672,900	13,031,005.64	13,268,192.36
GGBR4		323,857	10,680,697.12	11,024,092.28	1.681
TBLE3		318,700	5,708,768.00	5,408,339.00	0.825
AMBV4		3,053,884	2,704,538.77	2,679,630.52	0.409
PCAR4		10,659,800	690,129.22	695,551.96	0.106
BRTO4		29,248,700	234,574.57	251,246.33	0.038
VVAX11		1,073,000	29,294,384.23	36,170,830.00	5.516
CERTIFICADO OU RECIBO DE DEPÓSITO	CDBP1567 - 04/05/2007	8,000	8,000,000.00	8,265,281.58	1.26
	CDBP899 - 26/02/2007	7,023	7,023,000.00	7,457,219.57	1.137
	CDBP788 - 05/02/2007	5,000	5,000,000.00	5,351,055.79	0.816
	CDBP1566 - 04/05/2007	4,220	4,220,000.00	4,359,936.03	0.665
	CDBP1539 - 30/04/2007	3,000	3,000,000.00	3,103,068.90	0.473
	CBD SAFRA - 19/01/2007	988	988,000.00	1,065,381.51	0.162
DISPONIBILIDADES			22,284.54	0.003	
OPÇÕES	GGBRI37 - 18/09/2006	54,400	51,588.37	51,680.00	-0.008
OPERAÇÕES COMPROMISSADAS	LTN - 01/04/2007		21,983,734.56	21,983,734.56	3.353
OUTRAS APLICAÇÕES	EMPRÉSTIMO VVAX11	0	427,840.00	471,940.00	0.072
VALORES A PAGAR				11,306,241.05	-1.724
VALORES A RECEBER				5,617,885.77	0.857

Tabela 7: Carteira Dynamo Cougar

#### 4.1.1.5 – IP Participações FIA

Conceito:

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo.

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

#### Aspectos Operacionais:

- Investimento Mínimo: R\$ 100 mil (fundo fechado para novas aplicações)
- Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.
- Taxa de administração: 2% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo apurada diariamente e paga mensalmente
- Taxa de performance: 15% do que exceder o IGPM

#### Resgate programado, isento de taxa de saída:

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

#### Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$ 154.592.867,93

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	CTNM4	101,229,202	21,465,797.02	19,576,715.37	12.66
	SLED4	911,762	8,585,112.51	17,287,007.52	11.182
	GLOB4	667,506	6,070,482.17	12,181,984.50	7.88
	BRTP3	420,753,998	10,264,249.40	11,692,753.60	7.564
	AMBV3	13,724,434	8,435,208.14	10,703,137.10	6.923
	TNLP3	149,851	7,334,359.08	9,289,263.49	6.009
	POMO4	1,063,424	6,249,339.52	8,571,197.44	5.544
	CPLE3	410,716,998	4,633,831.06	7,590,050.12	4.91
	PCAR4	111,066,986	7,863,164.76	7,247,120.84	4.688
	DPPI4	222,484	4,678,881.91	5,506,479.00	3.562
	CTNM3	22,454,996	3,688,136.52	3,885,163.41	2.513
	RNPT4	45,578	1,163,523.27	3,190,460.00	2.064
	PNVL3	127,408	1,449,979.70	3,187,748.16	2.062
	DURA4	119,826	2,017,800.91	2,614,603.32	1.691

	FFTL4	103,397	2,427,679.75	2,334,704.26	1.51
	BRKM5	201,612	4,122,364.58	2,300,392.92	1.488
	BRTO4	168,360,419	2,036,122.90	1,446,216.00	0.935
	IGUA5	209,300	1,289,464.12	1,023,477.00	0.662
	PNVL4	36,131	325,793.58	758,751.00	0.491
	CEBR5	16,310,000	533,845.90	626,630.20	0.405
	LIGT3	27,504,000	353,358.45	412,835.04	0.267
	TMAR3	4,365	347,450.79	404,504.55	0.262
	CEBR6	15,584,939	203,087.11	288,321.37	0.187
	IGUA3	47,095	288,498.42	226,056.00	0.146
	CAMB4	10,473,292	240,885.72	198,992.55	0.129
	RNPT3	3,847	115,410.00	192,350.00	0.124
	TRFO4	133,979	72,862.26	154,075.85	0.1
	SLED3	3,490	40,135.00	62,854.90	0.041
	TRFO3	25,935	25,935.00	33,715.50	0.22
CERTIFICADO OU RECIBO DE DEPÓSITO	GPIV11	22,105	757,538.35	769,917.15	0.498
COTAS DE FUNDOS	Mellon F10	207,980	376,666.67	378,717.12	0.245
	Mellon F08	207,980	376,666.67	378,717.12	0.245
	Mellon F09	207,980	376,666.67	378,717.12	0.245
	Mellon F07	207,980	376,666.67	378,717.12	0.245
	Mellon F06	207,981	376,666.66	378,717.11	0.245
	Mellon F04	206,805	376,666.66	378,717.11	0.245
	Mellon F03	206,804	376,666.66	378,717.11	0.245
	Mellon F01	206,801	376,666.65	378,717.11	0.245
	Mellon F02	206,795	376,666.65	378,717.10	0.245
	Mellon F05	207,979	376,666.66	378,717.10	0.245
DISPONIBILIDADES			9,742.74	0.006	
OUTRAS APLICAÇÕES	AMBV9	6,369	4,857.82	4,966.93	0.003
OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS	BBAS13	250,835	2,213,884.86	6,152,982.55	3.98
TÍTULOS PÚBLICOS	LFT - 18/06/2008	4,000	10,804,998.04	11,226,236.71	7.262
	LFT - 21/03/2007	19	40,986.47	53,321.52	0.034
VALORES A PAGAR			792,700.49	-0.513	
VALORES A RECEBER			393,668.69	0.255	

Tabela 8: Carteira IP Participações

#### 4.1.1.5 – IP Participações Institucional FIA

Conceito:

O IP-Participações Institucional é um Fundo de Investimento em Ações constituído sob a forma de condomínio aberto, com prazo indeterminado de duração, de acordo com as disposições legais e regulamentares que lhe forem aplicáveis, especialmente as pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

#### Aspectos Operacionais:

- Investimento Mínimo: R\$ 500 mil (fundo fechado para novas aplicações)
- Saldo mínimo remanescente: R\$ 500 mil
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação
- Taxa de administração: 1% ao ano sobre o valor do patrimônio líquido do fundo apurada diariamente e paga mensalmente
- Taxa de performance: 15% do que exceder o IGPM+6% ao ano apurada diariamente e paga semestralmente

#### Carteira e Patrimônio do fundo

Patrimônio: R\$ 43.178.199,54

		VALORES			%PATRIMÔNIO
		QTDE	CUSTO	MERCADO	
AÇÕES	CTNM4	28,517,607	6,576,419.03	5,515,020.02	12.77
	SLED4	254,748	2,862,806.41	4,830,022.08	11.186
	GLOB4	186,985	3,369,843.40	3,412,476.25	7.903
	BRTP3	116,784,887	2,858,132.80	3,245,452.01	7.516
	AMBV3	3,799,136	2,553,698.96	2,962,794.20	6.862
	TNLP3	39,601	2,157,272.71	2,454,865.99	5.685
	POMO4	286,838	1,689,489.34	2,311,914.28	5.354
	CPLE3	114,635,998	1,337,689.05	2,118,473.24	4.906
	PCAR4	30,565,980	2,166,411.85	1,994,430.20	4.619
	DPPI4	62,560	1,543,857.07	1,548,360.00	3.586
	CTNM3	5,927,000	1,052,270.41	1,025,489.54	2.375
	PNVL3	35,545	705,590.52	889,335.90	2.06
	RNPT4	11,340	448,698.05	793,800.00	1.838
	DURA4	32,925	559,068.58	718,423.50	1.664
	FFTL4	28,257	662,488.45	638,043.06	1.478

	BRKM5	54,040	1,096,236.10	616,596.40	1.428
	BRTO4	44,057,547	500,607.80	378,454.33	0.876
	CEBR6	16,060,000	154,913.44	297,110.00	0.688
	IGUA5	55,166	293,697.51	269,761.74	0.625
	PNVL4	10,702	163,753.22	224,742.00	0.52
	TMAR3	2,317	184,735.31	214,716.39	0.497
	GPIV11	6,146	208,964.00	214,065.18	0.496
	CEBR5	4,054,000	82,801.24	155,754.68	0.361
	LIGT3	7,762,000	99,595.63	116,507.62	0.27
	IGUA3	15,687	86,106.72	75,297.60	0.174
	TRFO4	40,128	44,140.80	46,147.20	0.107
	RNPT3	880	25,400.68	44,000.00	0.102
	CAMB4	2,229,698	42,364.26	42,364.26	0.098
	TRFO3	7,765	7,765.00	10,094.50	0.023
	SLED3	86	860.00	1,548.86	0.004
	AMBV9	1,740	1,327.15	1,356.96	0.003
COTAS DE FUNDOS	Mellon F01	400,042	732,600.69	732,600.69	1.697
	Mellon Cash	363,516	727,734.26	727,734.26	1.685
DISPONIBILIDADES				343,947.61	0.797
OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS	BBAS13	69,104	756,262.10	1,695,121.12	3.926
TÍTULOS PÚBLICOS	LFT - 19/12/2007	500	1,363,654.12	1,403,274.93	3.25
	LFT - 19/03/2008	200	554,705.02	561,301.88	1.3
	LFT - 18/06/2008	100	239,416.99	280,655.89	0.65
	LFT - 13/09/2006	100	248,396.58	280,616.57	0.65
VALORES A PAGAR				100,057.99	-0.232
VALORES A RECEBER				85,547.46	0.198

Tabela 9: Carteira IP Institucional

Conforme pode ser visto nas características dos fundos, existem diversas semelhanças que podem ser apontadas para este nicho da indústria de fundos, dentre as quais, a taxa de administração que é relativamente alta perante os demais fundos; a taxa de performance, que também é relativamente alta pois utiliza como referência na maioria dos casos o IGPM + 6%a.a, que não é tão difícil de ser superado como outros índices; e o prazo para aplicação e resgate, que são bem altos, pois como estes fundos investem geralmente em empresas menores, com baixa liquidez, um resgate relevante acabará resultando numa queda no preço destas ações, prejudicando a performance da carteira como um todo.

Segue no próximo item a apresentação dos índices (IBOVESPA e IGC).

#### 4.1.2-Apresentação dos índices do mercado de ações (IBOVESPA E IGC)

#### 4.1.2.1- IBOVESPA

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

O IBOVESPA é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes. Extremamente confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado, o Índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões da BOVESPA.

A finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BOVESPA.

#### Carteira Teórica para o Quadrimestre Set./Dez. 2006

Além das empresas que compõem o índice, a tabela abaixo mostra o tipo de ação e também a participação relativa de cada papel.

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)
ACES4	ACESITA	PN	3,36575365962	0,368
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT	1,44592669162	0,718
AMBV4	AMBEV	PN *	0,48193078564	1,281
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	29,18028797909	0,890
ARCE3	ARCELOR BR	ON	16,28138339653	1,672
BBDC4	BRADESCO	PN	25,09669060078	4,815
BRAP4	BRADESPAR	PN	6,68593090573	1,399
BBAS3	BRASIL	ON	9,94730671331	1,318
BRTTP3	BRASIL T PAR	ON *	8,36592325260	0,484
BRTTP4	BRASIL T PAR	PN *	19,35113655915	0,685
BRTO4	BRASIL TELEC	PN *	62,80884224584	1,373
BRKM5	BRASKEM	PNA	62,76426799909	2,417
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	16,80706072118	0,969
CLSC6	CELESC	PNB EJ	137,48527722666	0,604
CMIG3	CEMIG	ON *	0,74546127876	0,158
CMIG4	CEMIG	PN *	8,85532077053	2,163

CESP6	CESP	PNB*	8,68845312648	0,459
CGAS5	COMGAS	PNA*	0,38759917872	0,328
CPLE6	COPEL	PNB*	21,86481760502	1,391
ELET3	ELETROBRAS	ON *	10,25354048522	1,324
ELET6	ELETROBRAS	PNB*	17,47378452457	2,064
ELPL5	ELETROPAAULO	PNA*	1,42975478620	0,375
EMBR3	EMBRAER	ON	19,68022300105	1,140
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *	92,94147165037	1,729
GGBR4	GERDAU	PN	33,74684728199	2,883
GOAU4	GERDAU MET	PN	10,88525996610	1,142
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	10,85204563252	0,503
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	19,41277392468	3,455
ITSA4	ITAUSA	PN	70,93545784645	1,772
KLBN4	KLABIN S/A	PN	45,73947479884	0,538
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	16,26734180686	0,706
NATU3	NATURA	ON	9,74423860868	0,718
NETC4	NET	PN	40,84662930301	2,170
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN *	4,45309606424	0,713
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON	15,16278418110	0,942
PETR3	PETROBRAS	ON	16,99974279814	2,230
PETR4	PETROBRAS	PN	110,26624275552	13,086
SBSP3	SABESP	ON *	1,17057308515	0,759
SDIA4	SADIA S/A	PN	84,20984399538	1,336
CSNA3	SID NACIONAL	ON	17,27780828936	2,985
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	5,92203415016	0,573
TAMM4	TAM S/A	PN	4,47684987695	0,822
TNLP3	TELEMAR	ON	9,12737688411	1,358
TNLP4	TELEMAR	PN	61,57231834767	4,724
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	6,89056900926	0,818
TMCP4	TELEMIG PART	PN *	50,90168416849	0,502
TLPP4	TELESP	PN	3,03434714123	0,403
TCSL3	TIM PART S/A	ON *	15,48352488164	0,346
TCSL4	TIM PART S/A	PN *	63,92375116461	1,087
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	7,06546889091	0,414
UBBR11	UNIBANCO	UNT	44,36904481700	1,881
USIM5	USIMINAS	PNA EJ	24,81794881742	4,490
VCPA4	V C P	PN	9,20364331214	0,885
VALE3	VALE R DOCE	ON	19,82878044910	2,517
VALE5	VALE R DOCE	PNA	100,61801234831	11,058
VIVO4	VIVO	PN	111,17953030462	2,062
<b>Quantidade Teórica Total</b>			<b>1.628,77319004540</b>	<b>100,000</b>

Tabela 10: Carteira Teórica IBOVESPA

#### 4.1.2.1- IGC

O IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada 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 BOVESPA.

#### Carteira Teórica para o Quadrimestre Set./Dez. 2006

Além das empresas que compõem o índice, a tabela mostra o tipo de ação e também a participação relativa de cada papel.

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)
ABNB3	ABNOTE	ON	63.310.892	0,253
ABYA3	ABYARA	ON	11.791.620	0,071
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT	46.591.335	2,008
ALLL4	ALL AMER LAT	PN	8.833.702	0,080
ALPA3	ALPARGATAS	ON	3.563.660	0,073
ALPA4	ALPARGATAS	PN	7.927.558	0,174
ARCZ3	ARACRUZ	ON	15.507.357	0,042
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	449.790.741	1,190
ARCE3	ARCELOR BR	ON	216.591.586	1,929

BBDC3	BRADESCO	ON	176.347.094	2,804
BBDC4	BRADESCO	PN	463.832.994	7,720
BRAP3	BRADESPAR	ON	9.998.652	0,174
BRAP4	BRADESPAR	PN	55.452.310	1,006
BBAS3	BRASIL	ON	215.639.984	2,478
B RTP3	BRASIL T PAR	ON *	50.798.951.328	0,255
B RTP4	BRASIL T PAR	PN *	216.958.303.310	0,666
B RTO3	BRASIL TELEC	ON *	2.315.123.830	0,010
B RTO4	BRASIL TELEC	PN *	164.880.490.354	0,313
BRKM3	BRASKEM	ON	19.227.933	0,053
BRKM5	BRASKEM	PNA	171.515.497	0,573
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	229.570.334	1,148
CLSC6	CELESC	PNB EJ	624.869.668	0,238
CMIG3	CEMIG	ON *	11.383.415.427	0,210
CMIG4	CEMIG	PN *	88.818.386.310	1,882
CESP6	CESP	PNB*	142.695.368.996	0,654
HGTX3	CIA HERING	ON	11.321.653	0,010
CPNY3	COMPANY	ON	35.200.000	0,118
CNFB4	CONFAB	PN	211.275.597	0,211
CSMG3	COPASA	ON	91.928.334	0,440
CSAN3	COSAN	ON EB	165.926.670	1,496
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON	170.278.272	1,142
CARD3	CSU CARDSYST	ON	37.885.946	0,098
CYRE3	CYRELA REALT	ON	199.021.886	1,801
DASA3	DASA	ON	70.912.456	0,698
DSUL3	DATASUL	ON	35.223.612	0,128
DURA4	DURATEX	PN	65.013.924	0,335
ELPL5	ELETROPAULO	PNA*	11.245.463.020	0,256
EMBR3	EMBRAER	ON	962.587.908	4,838
ENBR3	ENERGIAS BR	ON	124.201.336	0,806
EQTL11	EQUATORIAL	UNT	57.336.754	0,215
ETER3	ETERNIT	ON	65.889.080	0,151
FRAS4	FRAS-LE	PN	16.130.432	0,021
G FSA3	GAFISA	ON	103.708.386	0,695
GGBR3	GERDAU	ON	48.582.363	0,296
GGBR4	GERDAU	PN	292.711.829	2,169
GOAU3	GERDAU MET	ON	22.874.003	0,192
GOAU4	GERDAU MET	PN	118.929.990	1,082
GOLL4	GOL	PN	77.868.496	1,380
GRND3	GRENDENE	ON	39.763.806	0,164
MYPK4	IOCHP-MAXION	PN	25.056.858	0,104
ITAU3	ITAUBANCO	ON EJ	61.787.086	0,820
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	561.101.993	8,663
ITSA3	ITAUSA	ON	473.652.628	1,117
ITSA4	ITAUSA	PN	1.636.710.576	3,547
KLBN4	KLABIN S/A	PN	478.255.993	0,488
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	28.483.038.722	0,107
RENT3	LOCALIZA	ON	67.215.088	0,719
LREN3	LOJAS RENNEN	ON	48.568.768	1,484
LUPA3	LUPATECH	ON	66.683.900	0,353
MGEL4	MANGELS INDL	PN	4.777.235	0,008
POMO4	MARCOPOLO	PN EB	196.909.515	0,196
MMXM3	MMX MINER	ON	2.745.756	0,536
NATU3	NATURA	ON	217.053.644	1,388
NETC3	NET	ON	1.079.539	0,004
NETC4	NET	PN	196.558.411	0,906
BNCA3	NOSSA CAIXA	ON	61.545.568	0,634
OHLB3	OHL BRASIL	ON	55.111.124	0,321
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN *	45.771.740.228	0,636
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON	139.148.910	0,750
PSSA3	PORTO SEGURO	ON	57.254.990	0,624
RAPT4	RANDON PART	PN	84.669.159	0,138
RNAR3	RENAR	ON	37.990.020	0,006
RSID3	ROSSI RESID	ON	89.248.564	0,470
SBSP3	SABESP	ON *	28.330.614.948	1,594
SDIA4	SADIA S/A	PN	381.437.496	0,525
SLED4	SARAIVA LIVR	PN	27.712.426	0,136
SUBA3	SUBMARINO	ON	102.917.540	1,079
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA	111.907.135	0,350
SZPQ4	SUZANO PETR	PN	80.473.381	0,067
TAMM4	TAM S/A	PN	102.362.937	1,630
TOTS3	TOTVS	ON	29.653.618	0,280
TBLE3	TRACTEBEL	ON	408.223.460	1,886
TRPL3	TRAN PAULIST	ON *	31.216.772.739	0,219
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	86.726.372.193	0,440
UGPA4	ULTRAPAR	PN	30.631.686	0,282

UBBR11	UNIBANCO	UNT	1.063.911.188	3,913
UBBR3	UNIBANCO	ON	44.130.726	0,152
UBBR4	UNIBANCO	PN	54.383.634	0,086
UNIP3	UNIPAR	ON EJ	90.079.771	0,043
UNIP6	UNIPAR	PNB EJ	402.318.756	0,156
UOLL4	UOL	PN	70.148.410	0,206
VCPA4	V C P	PN	97.358.515	0,812
VALE3	VALE R DOCE	ON	687.313.572	7,570
VALE5	VALE R DOCE	PNA	958.454.184	9,138
VGOR4	VIGOR	PN	41.868.773	0,008
VVAX11	VIVAX	UNT	32.400.000	0,255
WEGE4	WEG	PN	188.907.220	0,412
<b>Quantidade Teórica Total</b>			<b>925.008.696.808</b>	<b>100,000</b>
<b>Redutor</b>			<b>100.777.813,54217000</b>	

Tabela 11: Carteira Teórica IGC

Uma vez apresentado os diversos fundos e índices, podemos passar para a análise de rentabilidade efetivamente.

#### 4.1.3-Análise de rentabilidade – 5 anos

Para esta análise, apenas os fundos mais antigos puderam participar, são eles: Dynamo Cougar, IP Participações e IP Institucional. Além dos fundos, estão inclusos nesta análise também o IBOVESPA e o IGC. A data inicial desta análise é 02/07/2001 e a data final 31/10/2006. Além da análise de rentabilidade, é necessário também utilizar uma medida de risco para entender a forma como estes fundos obtiveram esta rentabilidade, se o fundo com maior rentabilidade, por exemplo, obteve esta maior rentabilidade através também de uma maior exposição a risco. Para isto utilizaremos o índice de sharpe, bastante conhecido para análise de risco x retorno para fundos de investimento, que mede o retorno excedente do fundo em relação ao ativo livre de risco (neste caso, foi utilizado o CDI), dividido pelo desvio-padrão do retorno deste fundo ou índice (medida de risco). Quanto maior o índice de Sharpe, desde que positivo, melhor a classificação do fundo ou índice.

Segue abaixo o gráfico obtido com os dados das cotas dos fundos e dos índices para o horizontes de 5 anos.

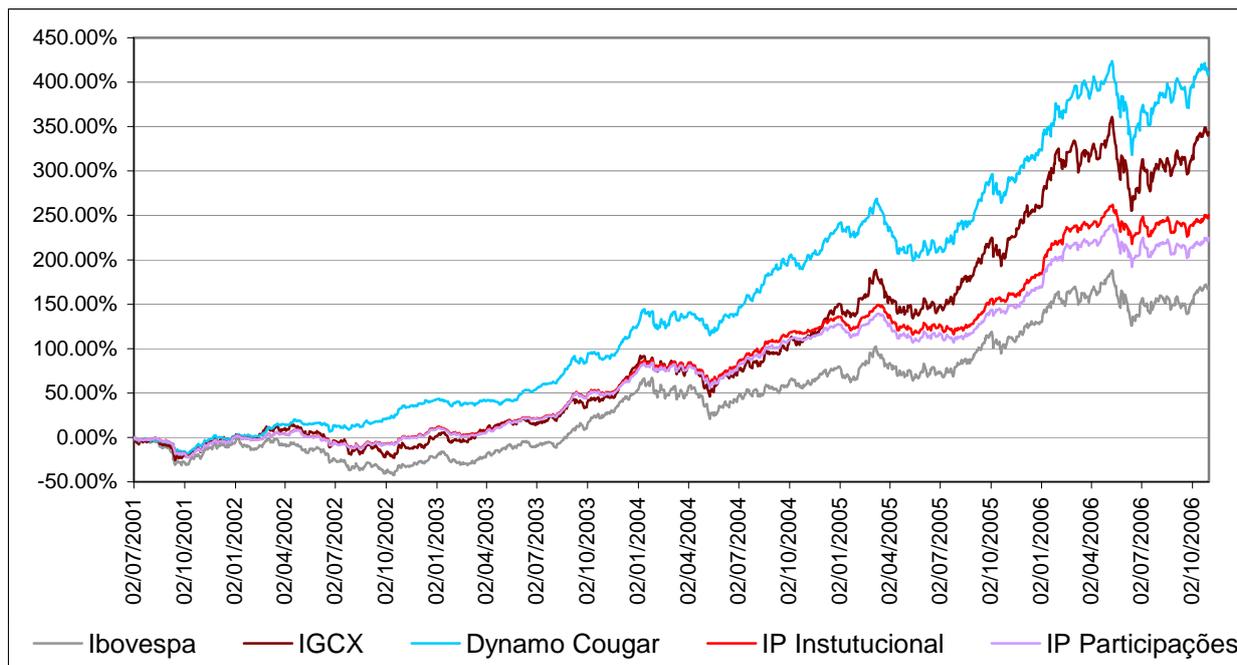


Gráfico 1: Análise de rentabilidade 5 anos

Observando o gráfico acima, nota-se que, após um período de resultados negativos para todos fundo e índices, que durou até a metade de 2003, todos obtiveram uma excelente performance acumulada. Além disso, todos os fundos e o IGC obtiveram uma rentabilidade acumulada superior a do IBOVESPA para o período analisado

A maior rentabilidade para o período observado foi do Dynamo Cougar, que obteve uma rentabilidade acumulada de 411,26% para o período, o que corresponde a 35,78% a.a. (considerando que o período analisado tem 1.947 dias e usando base 365 para anos). Em seguida, vem o IGC com uma rentabilidade acumulada de 343,51%, que corresponde a 32,21% a.a.. Em terceiro lugar está o IP Institucional com uma rentabilidade acumulada de 250,50% para o período, correspondendo a 26,51% a.a.. Em quarto e penúltimo lugar está o IP Participações com rentabilidade acumulada de 224,50% para o período, que corresponde a 24,69% a.a.. E por último, está o IBOVESPA com uma rentabilidade acumulada para o período de 169,67%, correspondente a 20,44% a.a..

Abaixo, há uma tabela com o resumo destes dados observados no gráfico, adicionado do desvio-padrão e o índice de sharpe respectivo.

	Dynamo Cougar	IP Participações	IP Institucional	IGC	IBOVESPA
Rent. Acumulada	411.26%	224.50%	250.50%	343.51%	169.67%
Rent. Anualizada	35.78%	24.69%	26.51%	32.21%	20.44%
Desvio-Padrão	0.98%	0.89%	0.88%	1.55%	1.78%
Índice de Sharpe	0.94	0.42	0.53	0.56	0.19

Tabela 12: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe - 5anos

Pode-se observar que além da maior rentabilidade auferida pelo Dynamo Cougar para a análise de 5 anos, o índice de Sharpe respectivo também foi o melhor dentre os fundos e índices analisados. O pior índice de Sharpe foi verificado para o IBOVESPA, que pode ser explicado tanto pelo seu elevado desvio-padrão, se comparado com os outros observados como pelo menor retorno obtido.

Com isso, podemos concluir que no horizonte analisado de 5 anos, que podemos considerar como longo prazo na escala de prazos que estão sendo analisados, a hipótese de que os fundos de governança corporativa, neste caso representados pelo Dynamo Cougar, IP Participações, pelo IP Institucional, e o Índice de Governança Corporativa se sustenta, ou seja obtiveram uma performance melhor, e ainda mais, com uma combinação de risco x retorno melhor.

Em seguida, será feita a mesma análise para o prazo de 4 anos e verificaremos se a mesma hipótese é sustentada.

#### **4.1.4-Análise de rentabilidade – 4 anos**

Para a análise de 4 anos, além dos fundos utilizados na comparação anterior no prazo de 5 anos, foi incluído um fundo da Tarpon, o Tarpon HG FIA, e permaneceram na análise os índices IBOVESPA e IGC.

Pode-se observar pelo gráfico abaixo que todos os fundos menos o Tarpon HG FIA e os índices IBOVESPA e IGC por um breve período inicial estavam com rentabilidade acumulada negativa, mas que logo se tornam positivas e obtêm uma performance alta para o período acumulado. Apenas o Tarpon HG FIA, praticamente não se torna negativo, em termos de rentabilidade acumulada durante todo período, e também pode se verificar que a trajetória deste fundo destoa um pouco das demais.

Segue abaixo o gráfico com a rentabilidade acumulada para o período de 4 anos.

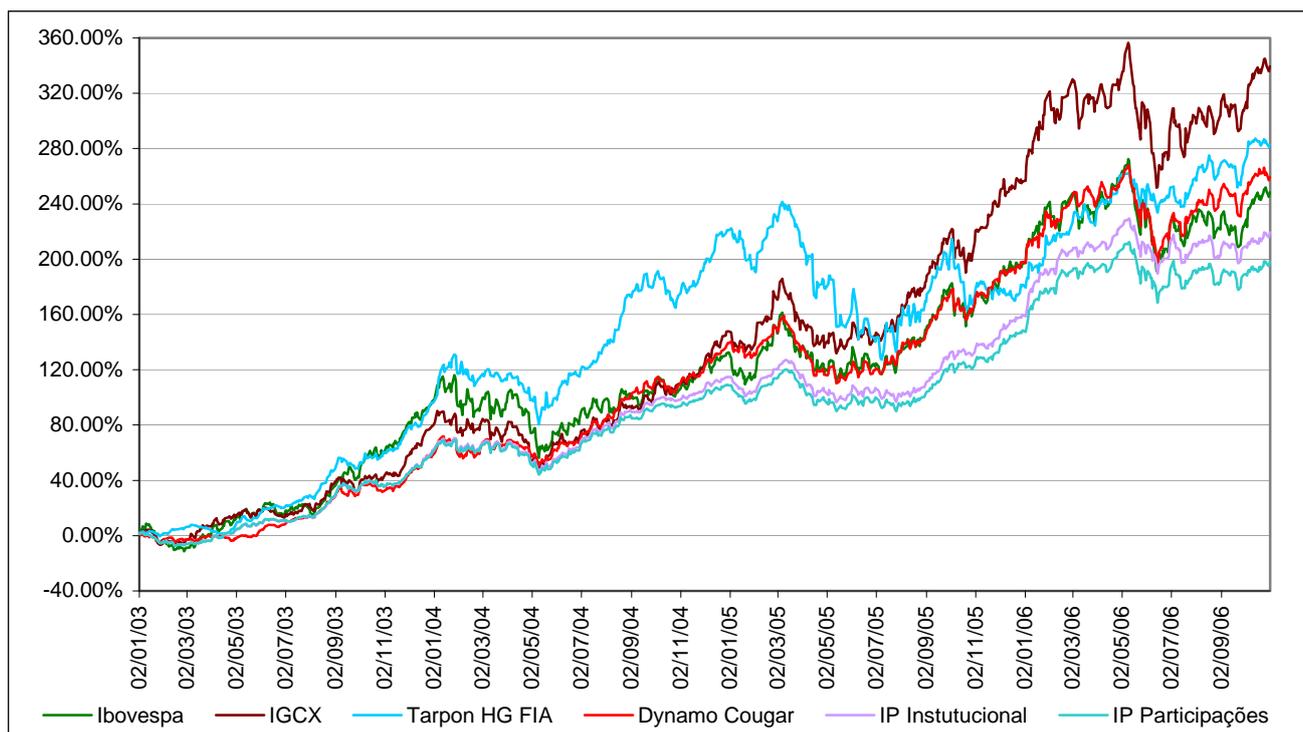


Gráfico 2: Análise de rentabilidade 4 anos

Para o período analisado, o IGC obteve a melhor rentabilidade acumulada, 339,38%, que representa uma rentabilidade anual de 47,18% a.a.. Em seguida vem o Tarpon HG FIA, com 282,57% de rentabilidade acumulada, e 41,95% anualizada. Em terceiro lugar, vem o Dynamo Cougar com rentabilidade para o período de 259,20%, que corresponde a um retorno anual de 39,63%. Em quarto lugar, vem o IBOVESPA com rentabilidade acumulada de 248,43%, correspondendo a uma rentabilidade anual de 38,53%. Em penúltimo lugar vem o IP Institucional, com rentabilidade acumulada de 219,26%, que corresponder a uma rentabilidade anual de 35,40%. E por último, o IP Participações com rentabilidade acumulada de 198,44%, correspondendo a uma rentabilidade anual de 33,04%.

Abaixo, há uma tabela com o resumo deste dados observados no gráfico, adicionado do desvio-padrão e o índice de sharpe respectivo.

	Dynamo Cougar	IP Participações	IP Institucional	Tarpon HG FIA	IGC	IBOVESPA
Rent. Acumulada	259.20%	198.44%	219.26%	282.57%	339.38%	248.43%
Rent. Anualizada	39.63%	33.04%	35.40%	41.95%	47.18%	38.53%
Desvio-Padrão	0.99%	0.82%	0.80%	1.26%	1.41%	1.62%
Índice de Sharpe	1.11	0.95	1.10	1.00	1.08	0.73

Tabela 13: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe - 4anos

Como pode ser verificado na tabela acima, apesar de o IGC ter obtido a maior rentabilidade acumulada, seu índice de sharpe foi menor que o índice de sharpe do

Dynamo Cougar e do IP institucional, o que significa que a sua combinação de risco x retorno é pior do que a destes dois fundos, ou seja, para obter o mesmo ganho marginal, através do IGC expõe-se a um risco marginal superior que nos outros dois fundos. O pior índice de sharpe foi verificado para o IBOVESPA novamente, pois este possui um desvio-padrão bastante elevado em comparação com os demais.

Pode-se concluir, com relação a hipótese de melhor performance para os fundos de governança e o IGC com relação ao IBOVESPA, que para o prazo analisado de 4 anos, ela não se sustenta plenamente pois os dois fundos da IP tiveram rentabilidade acumulada inferior. No entanto, se utilizarmos como medida o índice de sharpe, pode-se dizer que os outros fundos obtiveram melhor performance, dado o risco que assumiram no período analisado.

Em seguida, faremos a mesma análise para o período mais curto, de 2 anos, e poderemos ter uma conclusão mais geral com relação a hipótese levantada.

#### 4.1.5-Análise de rentabilidade – 2 anos

Os fundos Tarpon Small Caps e RB Fundamental, que foram iniciados mais recentemente, foram adicionados nesta análise de mais curto prazo, com a permanência dos demais fundos e índices que estavam na análise de 4 anos.

Segue abaixo o gráfico com a rentabilidade acumulada para os fundos e índices

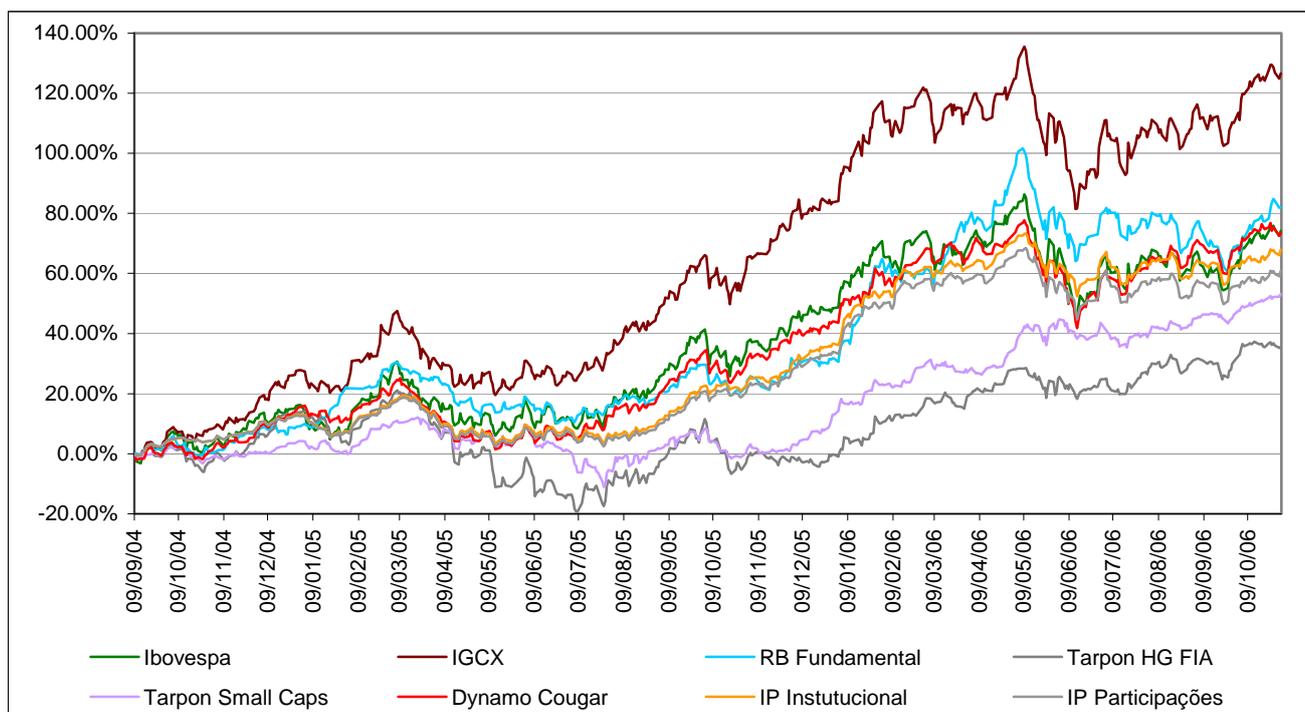


Gráfico 3: Análise de rentabilidade 2 anos

Observa-se que ao longo de todo período de 2 anos, os resultados acumulados negativos foram obtidos principalmente pelos dois fundos da Tarpon (Small Caps e HG FIA) ao longo do ano de 2005. Mesmo assim, a performance acumulada de todos foi bastante positiva.

A melhor rentabilidade acumulada foi verificada pelo IGC, de 126,64%, ou uma rentabilidade anualizada de 46,51%. Em segundo lugar, ficou o RB Fundamental, com uma rentabilidade acumulada de 81,93%, que corresponde a uma rentabilidade anual de 32,22%. Em terceiro lugar, ficou o IBOVESPA de 74,24%, correspondente a uma rentabilidade de 29,59% a.a.. Em quarto lugar, e com rentabilidade acumulada bem próxima a do IBOVESPA ficou o Dynamo Cougar com 73,44% de rentabilidade acumulada e 29,31% de rentabilidade anual. Em quinto lugar ficou o IP Institucional, com rentabilidade acumulada de 67,94% e rentabilidade anual de 27,38%. Em sexto lugar, vem IP Participações, com rentabilidade acumulada de 60,87%, que corresponde a uma rentabilidade de 24,85% a.a.. Em penúltimo lugar, ficou o Tarpon Small Caps, com 53,15% de rentabilidade acumulada e 22,01% de rentabilidade anual. Por último, ficou o Tarpon HG FIA, com rentabilidade acumulada de 35,65%, correspondente a uma rentabilidade anual de 15,29%.

Para podermos concluir algo com respeito a hipótese levantada neste trabalho, precisamos olhar para o índice de sharpe neste período, que está na tabela abaixo.

	Dynamo Cougar	IP Participações	IP Institucional	Tarpon HG FIA	Tarpon Small Caps	RB Fundamental	IGC	IBOVESPA
Rent. Acumulada	73.44%	60.87%	67.94%	53.15%	35.65%	81.93%	126.64%	74.24%
Rent. Anualizada	29.31%	24.85%	27.38%	22.01%	15.29%	32.22%	46.51%	29.59%
Desvio-Padrão	1.08%	0.82%	0.79%	1.40%	0.94%	1.11%	1.40%	1.52%
Índice de Sharpe	0.65	0.54	0.72	0.03	0.34	0.77	1.11	0.53

Tabela 14: Dados consolidados de rentabilidade, desvio-padrão e índice de sharpe – 2 anos

Como pode se observar, apesar de o IBOVESPA ter sido o terceiro em termos de rentabilidade acumulada para o período de 2 anos, se utilizarmos como critério a performance acumulada dado o risco assumido, ou seja, o índice de sharpe, o IBOVESPA se posiciona somente a frente dos dois fundos da Tarpon, que se observarmos o gráfico obteve resultados ruins no ano de 2005.

Portanto, apesar de não podermos afirmar que os fundos de governança performam melhor que o mercado, para o qual utilizamos o IBOVESPA como medida, podemos dizer que dado o risco assumido pelos fundos, com exceção dos dois fundos da Tarpon, para todos os três prazos, a performance obtida foi superior. Com isso, pode-se dizer que a hipótese levantada pelo autor foi parcialmente verificada.

Cabe na próxima seção deste capítulo, buscar através de exemplos, justificar esta performance.

## **4.2- Poder de influência dos gestores dos fundos nas empresas investidas**

Dados os resultados obtidos na análise de rentabilidade na primeira parte deste capítulo, buscaremos, através de exemplos, demonstrar como os fundos atuam dentro das empresas em que investem para maximizar o retorno de seus investimentos.

Também será esclarecido os aspectos legais que envolvem a participação de gestores nos conselhos de administração e ou fiscal das empresas investidas. E, o trade-off existente para o investidor no caso de participação nos conselhos.

Para esta etapa do trabalho, foram feitos contatos com os gestores dos principais fundos envolvidos na análise de rentabilidade, são eles: Rio Bravo, Investidor Profissional e Tarpon. Após uma conversa com alguns analistas destes fundos, houve uma seleção dos exemplos que serão citados para ajudar a explicar a performance deste fundos nos últimos anos.

Na primeira parte discutiremos as restrições legais, para em seguida entrar nos exemplos.

### **4.2.1-Restrições Legais**

Os principais instrumentos legais que servem como base para a argumentação a seguir, são: Nova Lei das S.A. (Lei Nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, alterada e acrescentada pela Lei Nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001) e Instrução CVM Nº 358, de 3 de Janeiro de 2002, com alterações introduzidas pela Instrução CVM Nº 369, de 11 Junho de 2002.

Como o objetivo deste trabalho não é o de entrar no detalhe da legislação, citaremos apenas os principais artigos impostos por estes instrumentos e o impacto destes sobre os acionistas, neste caso os gestores dos fundos.

Com relação a Nova Lei das S.A., os principais artigos para esta análise são os artigos 141 e 161, que esclarecem os requisitos para eleição de conselheiros nas empresas.

O artigo 141 estabelece os requisitos para eleição de um conselheiro para o conselho de administração. Considera-se com direito a eleger um membro para o conselho e seu suplente, com exceção do grupo controlador, os titulares de ações ON,

que representem pelo menos 15% do total das ações ON; os titulares de ações PN, que representem, no mínimo, 10% do capital social; e no caso de nenhum destes requisitos serem alcançados, os acionistas podem agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração. Além disso, é assegurado ao acionista ou grupo de acionistas que detém mais de 50% das ON's, o direito de eleger o mesmo número de conselheiro eleitos pelos demais acionistas mais um.

De acordo com o artigo 161, o conselho fiscal não é obrigatório, mas o pedido de funcionamento poderá ser formulado em qualquer assembléia geral, por acionistas que representem, no mínimo 10% das ações ON ou 5% das ações PN, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia geral ordinária após a sua instalação. O conselho fiscal será formado por, no mínimo 3 e, no máximo, 5 membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia geral. Com relação a eleição de membros para o conselho fiscal, o artigo 161, determina que, os titulares de ações PN têm o direito de eleger um membro e respectivo suplente, reservando aos acionistas minoritários o mesmo direito desde que representem, em conjunto, 10% ou mais das ações ON. Os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos anteriores.

Conforme pode ser visto na carteira dos fundos, grande parte dos papéis em carteira são de empresas pequenas, o que facilita na disputa por um assento no conselho, pois para alcançar o percentual mínimo que garante este direito, não é necessário um capital muito elevado.

Com relação as restrições impostas sobre os membros dos conselhos de administração, o instrumento utilizado é a Instrução da CVM citada anteriormente. Além de diversas imposições quanto a disponibilização de informações sobre alterações na posição da carteira de ações dos conselheiros ou, em nosso caso, no fundo em que fazem a gestão, esta instrução delibera sobre a proibição da negociação dos papéis da empresa, por parte do conselheiro em determinados períodos. No artigo 13, é informado que antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a ele referenciados pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membro do conselho de administração, do conselho fiscal, dentre outras pessoas que tem acesso às informações e sejam ligadas a empresa. Ou seja, a partir do momento que o conselheiro fica sabendo de um fato ou ato relevante, ele fica

proibido de negociar os papéis da empresa até que este fato ou ato seja tornado público. Além, disso, 15 dias antes da divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP e IAN), os conselheiros e os outros citados anteriormente também estão proibidos de realizar qualquer negócio com os papéis da empresa ou referenciados a empresa.

Claramente, existem restrições fortes aos conselheiros, e é em relação ao Trade-off gerado pelos custos e benefícios em fazer parte do conselho que iremos discutir em seguida.

#### **4.2.2-O Trade-off de participar nos conselhos de administração e ou fiscal**

Os custos envolvidos na participação nos conselhos já foram discutidos na seção anterior e são basicamente as restrições a negociação dos papéis da empresa em que os gestores fazem parte do conselho, antes da divulgação dos resultados e, da divulgação de fatos ou atos relevantes. Não se pode negar também que ao fazer parte do conselho, há uma fiscalização bem mais rigorosa em cima das operações realizadas pelos fundos do qual o conselheiro faz parte, o que não é muito desejável, apesar de ser legal. Portanto, os custos são relativamente altos ao participar de um conselho.

Pelo lado dos benefícios, se for um assento no conselho de administração, o conselheiro poderá fazer parte das discussões estratégicas para empresa, ajudando na tomada de diversas decisões importantes que podem determinar os futuros resultados da empresa, tais como a entrada em novos mercados, a escolha de diretores da empresa, a estratégia de remuneração dos executivos, a expansão de novas fábricas, dentre diversas outras decisões de grande impacto. No caso de um assento no conselho fiscal, o benefício é basicamente o de fazer parte de um grupo que irá discutir os números da empresa no detalhe, é uma espécie de auditoria. Portanto, os benefícios de fazer parte dos conselhos, principalmente do conselho de administração, também são bem altos.

O trade-off, portanto, existe, pois ao se optar em participar das decisões tomadas nos conselhos, abre-se mão de poder negociar os papéis da empresa em momentos importantes. Mas conforme, veremos nos exemplos reais da participação de gestores ou conselheiros indicados pelos gestores, existe um racional que cada um faz para otimizar esta equação, baseado, principalmente no tipo de empresa e no tipo de influência que o gestor deseja exercer.

### **4.2.3-Exemplos reais**

#### **4.2.3.1 – Investidor Profissional (IP)**

Sobre os dois fundos da IP (Investidor Profissional), as informações e exemplos foram obtidos durante uma entrevista com o Sr. Pedro Rudge, que pertence a equipe de gestão da IP.

Pode-se verificar que a carteira do IP Participações e do IP Institucional são bastante parecidas, e, foi confirmado pelo entrevistado que as pequenas diferenças existentes devem-se ao fato do IP Participações ser direcionado as pessoas físicas enquanto o IP Institucional é voltado para pessoas jurídicas, principalmente fundações. Com isso, algumas posições podem diferir devido a necessidade de liquidação de posições para fazer frente a resgates solicitados, mas o conceito de ambos os fundos é o mesmo. Portanto, podemos utilizar os principais exemplos citados pelo entrevistado para entender o desempenho dos dois fundos pois as empresas citadas fazem parte da carteira dos dois fundos. O IP Participações tem entre 400 e 500 cotistas, enquanto o IP institucional tem entre 15 e 20 cotistas, além disso, como poder ser visto na apresentação dos fundos, a taxa de administração cobrada no IP Participações é maior que no IP Institucional, essa diferença deve-se ao volume investido por cotista, que no caso do IP institucional é bem maior.

Em relação ao mercado de fundos de governança, Pedro disse que o conceito de todos é basicamente o mesmo, obter ganhos significativos através de análise bastante fundamentalista, e em certos casos como o da IP, ter uma participação ativa nas empresas investidas. Isto fica bem claro, quando Pedro comenta sobre a estrutura da IP, que possui 10 funcionários na atividade fim, e que destes, 9 são analistas e somente um deles é operador, mesmo este não sendo operador em tempo integral, participando também das análises das empresas. Estes analistas estão sempre buscando ações de empresas que estejam sendo negociadas abaixo do preço “justo”, é a filosofia, segundo Pedro de comprar R\$ 1,00 por R\$ 0,50.

A IP Participações tem um histórico de participação ativa nas empresas investidas, estando sempre presente nas assembleias das empresas, mesmo quando sua participação nas empresas fosse de ações PN, que não lhe dão direito a voto. E também sempre buscaram participar nos conselhos das empresas. Como poder ser visto, anteriormente, existem determinados requisitos para poder eleger membro aos conselhos que são viáveis somente em empresas pequenas, dado o capital disponível para investir. E, o Pedro confirmou que a estratégia de investir em empresas pequenas, de baixa liquidez,

deve-se em parte a esta restrição. Ou seja, para que o investidor possa ter uma parcela relevante do capital de uma empresa e possa eleger um membro para o conselho, ou até mesmo para que possa ter uma relação mais próxima com os executivos da empresa é mais fácil que isso ocorra em empresas pequenas.

No entanto, para Pedro, o problema que se enfrenta ao investir nestas empresas é justamente a baixa liquidez destes papéis das empresas menores, que atuam como um “pedágio”, para investidores apressados. Este é um dos motivos para que o prazo de resgate destes fundos de governança seja bastante elevado, em torno de 60 dias. A venda da parcela de uma posição em uma empresa para fazer frente a um resgate solicitado por um cliente deve ser feita aos poucos, para que não haja uma pressão muito forte de queda nos preços, que prejudicariam a rentabilidade da carteira com um todo. É exatamente, por isso, que o discurso que a IP adota para seus potenciais clientes antes que estes invistam efetivamente nos fundos da IP é que estes valores investidos devem ser “esquecidos” pelos clientes, por 5, 10 anos, pois o investimento que eles farão tem como objetivo trazer um retorno superior no longo prazo.

Segundo Pedro, não se deve avaliar o fundo ou compará-lo com o IBOVESPA no dia-a-dia, pois o objetivo do fundo não é o de acompanhar o IBOVESPA, os investimentos feitos nas empresas maturam no longo prazo, e portanto, não deve haver preocupação se o IBOVESPA subir muito num determinado mês e o fundo não tiver a mesma performance.

Quanto a participação nos conselhos de administração ou fiscal, Pedro comenta que a IP tem bastante experiência em ambos, e que a escolha se deve-se eleger membros para o conselho fiscal ou de administração ou para os dois, vai depender do tipo de empresa e da situação pela qual a empresa está passando. Para exemplificar, ele ilustra o caso de uma empresa problemática em que há suspeitas de corrupção, neste caso, o ideal é fazer parte do conselho fiscal para pode entrar nos números da empresa a fundo e descobrir o tamanho do problema e ajudar na busca de soluções ou até decidir por um desinvestimento nesta empresa. Mas, em casos mais comuns, prefere-se participar do conselho de administração, no entanto, as exigências para participação no conselho de administração são maiores.

Atualmente, a IP conta com conselheiros diretos na Renner Participações e na DIMED, e com conselheiros externos, por eles indicados, na Saraiva e na Marcopolo, dentre outras. O exemplo mais relevante de participação em conselhos segundo o Pedro se deu na Saraiva, e é neste exemplo que entraremos mais nos detalhes.

A IP possui uma posição de papéis da Saraiva em seus fundos desde 1995, e como poder ser visto nas carteiras que foram abertas de 31 de Julho de 2006, esta participação continua relevante atualmente. Pedro conta que, o relacionamento com a Saraiva é de longo prazo e baseado na confiança e credibilidade, adquirida ao longo do tempo. Em diversas ocasiões, os analistas da IP fizeram sugestões para os executivos da Saraiva, e também, em muitos casos foram procurados para consultar suas opiniões a respeito de um determinado assunto. Pedro cita exemplos de discussões que tiveram em conjunto, tais como, a remuneração dos diretores, o valuation de empresas que poderiam vir a ser adquiridas, a reformulação da área de relacionamento com investidores, dentre outras. Além disso, a IP também participou na seleção do CEO da empresa, o que demonstra o bom relacionamento entre as duas partes. A expertise da IP é no contexto de finanças e, é nesta área que prefere atuar e influenciar nas empresas, pois é neste contexto que acredita ter os melhores conselhos e onde consegue agregar mais.

Em 1999/2000, com o aumento de sua participação nos papéis da Saraiva, a IP elegeu um membro para o conselho de administração, e desde então sempre esteve presente ou indicando membros para o conselho.

A Saraiva já possuía capital aberto em bolsa há alguns anos, mas era uma parcela bem pequena, e a liquidez do papel era muito baixa, com isso, aquele “pedágio” citado por Pedro, anteriormente, era bastante alto ao investir em ações da Saraiva, o que acabava fazendo com que o preço de mercado fosse barato em relação ao que realmente valia a empresa, mas o fato de ser uma empresa pequena e seus papéis terem baixa liquidez acabava afastando investidores maiores. Ou seja, as ações sofriam um desconto por falta de liquidez. E foi com base neste argumento que os analistas da IP sugeriram aos controladores da Saraiva que fosse feita uma nova emissão primária, junto a uma emissão secundária de ações da Saraiva, na qual a própria IP estaria colocando parte de suas ações a venda para aumentar a liquidez das ações. E após rodadas de discussões e da contratação dos agente que fariam este lançamento no mercado, o negócio foi viabilizado e para ter uma dimensão do resultado e deste desconto de liquidez que era verificado no caso da Saraiva, Pedro diz que o preço das ações saíram de um patamar de R\$12 para R\$22, o que sem dúvida representou um retorno bastante elevado não só para IP como para os demais investidores que possuíam participação da Saraiva, além, de ter representado um instrumento de captação para Saraiva.

Com base neste exemplo, pode-se entender como se constrói o retorno obtido por estes fundos de governança, que são ativistas. São investimentos de longo prazo, com

análise bastante fundamentalista, e que geram retorno no longo prazo. Mas nem todos investimentos são como este caso da Saraiva, na verdade muitas vezes é necessário sair de uma determinada posição pois os controladores desta empresa não querem nem ouvir falar em outros acionistas opinando. Isto acontece, principalmente em empresas familiares, que não estão interessadas em ouvir a opinião do mercado, e se possível até recomprariam suas ações e fechariam o capital, mas não tem o dinheiro ou acham o custo para isso muito elevado. Mas segundo Pedro, o retorno obtido em investimentos como este da Saraiva acabam mais do que compensando os maus exemplos.

#### **4.2.3.2 – Tarpon**

Sobre os dois fundos da Tarpon (HG FIA e Small Caps) utilizados em nossa análise de rentabilidade, a conversa foi feita com o Sr. José Carlos Reis de Magalhães, sócio-diretor da Tarpon Investimentos.

Diferentemente da forma de atuação dos fundos da IP, José Carlos conta que a Tarpon não tem por filosofia ser ativista junto as empresas na qual mantém seus investimentos, eles preferem se manter apenas como investidores, pois acreditam no time de gestão das empresas escolhidas para compor sua carteira. No entanto, existem situações que exigem uma participação ativa se o investidor não quer ver seu investimento perder valor por causa, por exemplo, de objetivos estratégicos de um grupo controlador. Neste contexto sim, é preciso entrar nos conselhos da empresa, ir nas assembleias e, se necessário, ir para disputa com o grupo controlador.

Portanto, dada a filosofia não ativista da Tarpon, José Carlos conta que é extremamente importante conhecer a equipe de gestão das empresas investidas, pois eles que estarão na frente do barco, ditando o rumo dos negócios, e, portanto, deve haver um alinhamento de interesses entre a Tarpon e o grupo controlador que dita o caminho que os executivos das empresas devem seguir, para que o investimento seja atrativo para Tarpon.

Assim como nos fundos da IP, os investimentos feitos pela Tarpon são de longo prazo, e em papéis com menor liquidez. José Roberto disse que nas reuniões de gestão dos fundos, costuma-se comentar que comprar ações neste mercado é fácil, mas o problema é vendê-las depois. Isso corrobora o que já poderia ter sido absorvido da conversa com Pedro Rudge da IP, na qual fala-se no pedágio pela falta de liquidez, que justifica o elevado prazo para resgate exigido pelos fundos da Tarpon também.

Perguntado sobre os motivos da Tarpon adotar uma postura não-ativista nas empresas que compõem sua carteira, José Carlos respondeu que este comportamento deve-se principalmente porque eles não querem ter restrições para negociar o papel destas empresas, e não querem que haja suspeitas de que estariam utilizando informações privilegiadas e com isso, passarem a sofrer uma vigilância mais rigorosa. Além é claro do que já foi mencionado anteriormente sobre a confiança que eles tem nos executivos das empresas.

O exemplo que foi obtido desta conversa com José Carlos de como a Tarpon interferiu via conselho de administração e fiscal em uma empresa é bastante interessante pois deve-se justamente a uma situação em que a Tarpon era investidora minoritária desta empresa e ela sentiu-se desrespeitada pelas ações que vinham sendo tomadas pelo grupo controlador. Abaixo entraremos em mais detalhes sobre este exemplo, que serve tanto para o fundo HG FIA como para o Small Caps pois este fundos tinha uma grande parcela de seu capital investido nas ações desta empresa.

A empresa que estava no centro desta disputa era a Acesita. De acordo com José Carlos, a posição dos fundos na época que iniciou o conflito era bastante concentrada em papéis da Acesita, e ocorreu que o grupo controlador que era a Arcelor estava adotando uma estratégia que buscava utilizando meios duvidosos reduzir o preço das ações no mercado, justamente para que ela pudesse crescer sua posição dentro da Acesita a um preço menor. O problema é justamente que este comportamento impactava diretamente na rentabilidade dos fundos da tarpon que possuíam uma alta concentração nestes papéis. Ao notar este comportamento viesado por parte do grupo controlador, o comitê de gestão da Tarpon optou por seguir em frente no investimento na Acesita, pois acreditavam firme nos fundamentos da empresa, e decidiram que iriam aproveitar a queda nos preços para aumentar ainda mais sua parcela na empresa de tal forma que pudessem passar o mínimo necessário para eleger membros para o conselho fiscal e de administração e a partir daí passar a influenciar e ajudar a decidir os rumos da empresa.

Além da Arcelor e da Tarpon, os fundos de pensão Previ e Petros também possuíam investimentos altos na Acesita. Esta participação chegava a 25% da empresa, com isso aquele que conseguisse comprar esta participação dos fundos passaria a ser o grupo controlador na Acesita. E dessa forma, iniciou-se uma disputa, seguida de ofertas tanto da Arcelor como da Tarpon pela participação destes fundos. Essa disputa, inclusive, foi bastante noticiada nos veículos de mídia na época. O desfecho desta disputa também foi bastante confuso, a Arcelor havia oferecido R\$42,28 por ação,

enquanto a Tapon chegou a oferecer R\$45,00 por ação. No final, a Arcelor aceitou pagar o mesmo preço oferecido pela Tarpon e o negócio foi fechado a R\$45,00 por ação, totalizando R\$275 milhões.

Para Tarpon, o principal risco societário que o investidor de longo prazo corre no Brasil, é o processo de incorporação de ações. Durante muitos anos, esta tem sido a forma mais evidente utilizada pelos controladores de expropriar valor dos acionistas minoritários. Ao acionista minoritário restava aceitar o valor proposto de saída (ou troca de ações, se fosse o caso), ou pedir retirada da companhia a valor patrimonial, que em geral, é muito abaixo do seu valor de mercado, ou ainda brigar na justiça durante anos alegando abuso de poder do controlador. Este processo, além de desgastante, é longo e custoso, especialmente para o gestor de recursos de terceiros que pode sofrer resgates de aplicações enquanto a disputa na justiça está em andamento. Segundo relatório de performance dos fundos da Tarpon de Outubro de 2006, a mais importante sinalização da CVM na defesa dos minoritários é a utilização do valor econômico como critério para estabelecer o preço de saída do minoritário em eventos de incorporação de ações, fechamentos de capital ou outras ocasiões onde é garantida o direito de retirada ao minoritário. Mesmo assim, acaba havendo um espaço para manobra devido ao grau de subjetividade contido nos laudos de avaliação emitidos pelas instituições financeiras.

No caso da Acesita, um banco avaliou o valor da ação em R\$26,00 (o preço em outubro estava em R\$43, menos de 1 ano depois do laudo, ou seja 65% acima do valor apresentado pelo banco na avaliação). Existem diversos conflitos de interesses nesse processo de avaliação, sendo que o maior deles surge do fato de que quem fornece os dados e premissas para elaboração do laudo é a companhia objeto da avaliação, ou seja, o mesmo controlador, que na maioria dos casos tem por objetivo reduzir o valor do ativo avaliado.

Sendo assim, após a realização da venda da participação dos fundos de pensão na Acesita para Arcelor, a Tarpon estava fazendo parte do conselho de fiscal e de administração e decidiu brigar via conselho para definir qual seria o novo modelo de negócio. E, no início deste ano, em Janeiro/Fevereiro, José Carlos conta que a Tarpon já estava satisfeita com o novo modelo definido, e com isso, retirou seus representantes tanto do conselho de administração como do conselho fiscal.

Se recorrermos aos gráficos apresentados na análise de rentabilidade apresentada anteriormente neste capítulo, pode-se notar claramente os impactos que a disputa da Acesita teve na rentabilidade dos fundos da Tarpon. Para o prazo de 4 anos, o gráfico

mostra uma rentabilidade acumulada ainda bastante alta no HG FIA, tendo ficado atrás apenas do IGC, mas nota-se claramente que a performance no ano de 2005, ano em que se deu esta disputa, foi ruim. Já na análise de apenas 2 anos, como a rentabilidade de 2005 passa a ter mais peso, o impacto sobre a rentabilidade acumulada neste período é bem maior, fazendo com que os dois fundos das Tarpon tenham a pior rentabilidade acumulada e os piores índices de sharpe dentre os fundos e índices estudados.

José Carlos encerra afirmando que o investidor de longo prazo precisa “ter estômago” e explica este comentário através do caso da Acesita, contando que enquanto os papéis da Acesita teriam caído 35% no ano de 2005, no ano seguinte até o momento, o mesmo papel teria subido 76%.

#### **4.2.3.3 – Rio Bravo**

Sobre o fundo da Rio Bravo, RB Fundamental, a entrevista foi feita com o Sr. Mario Fleck, que faz parte do conselho de gestão do fundo.

Apesar do fundo da Rio Bravo ter participado somente na análise de mais curto prazo, devido ao seu recente início, o fundo já possui experiência ativista na participação de conselho das empresas investidas que ajudam a entender a performance obtida. Na análise de curto prazo, o fundo da Rio Bravo foi o que obteve a melhor rentabilidade acumulada dentre os fundos, ficando atrás somente do IGC no período.

Segundo Fleck, um dos diferenciais do RB Fundamental é que ele não conta somente com a experiência de analistas financeiros, mas também conta com uma experiência em consultoria que é bastante relevante nas discussões dentro dos conselhos sobre implementação de estratégias e de novas soluções. Dessa forma, consegue-se fazer uma análise não só dos números mas também da qualidade da empresa. A experiência em consultoria é do próprio Fleck que durante 14 anos foi o presidente da Accenture no Brasil, uma multinacional de consultoria de grande porte.

Mario conta que, o capital de abertura do fundo foi todo investido em uma só empresa, que havia sido bastante estudada, e que hoje ainda representa 25% da carteira do fundo. O risco assumido ao concentrar tanto a carteira no início deve-se ao fato do fundo desejar obter uma participação razoável dentro desta empresa para que pudesse participar das eleições para o conselho, e conforme o patrimônio do fundo fosse crescendo, eles começariam a diversificar mais para não correr riscos de ter uma carteira muito concentrada e caso a empresa investida performasse mal, o fundo também teria

uma performance ruim. É exatamente o que foi verificado nos fundos da Tarpon em 2005 no investimento na Acesita.

O exemplo mais relevante de participação em conselho do RB Fundamental é justamente nesta empresa, que é a ETERNIT. Em 2005, Fleck passou a ser membro do conselho de administração desta empresa e continua até então. Mario explica que, como o objetivo do fundo é obter uma rentabilidade alta, no longo prazo, eles não vêm problemas com relação a estarem bloqueados para negociar os papéis da ETERNIT antes da divulgação dos resultados ou antes da divulgação de fato relevante que já seja do conhecimento dos conselheiros. Além disso, Fleck faz uma análise importante sobre esta situação, ele conta que o fato de você estar no conselho e não negociar os papéis nestes momentos ajuda a demonstrar que você não está no conselho para tomar decisões oportunistas que influenciarão nos preços. E isso transmite confiança aos executivos e aos outros acionistas da empresa, fortalecendo o relacionamento entre as partes envolvidas.

Com relação as decisões importantes que foram tomadas em conselho, das quais Mario participou, pode-se citar a remuneração dos executivos da empresa, que passou a estar muito mais alinhada com a remuneração dos acionistas, que ajuda a evitar o problema de agência citado no início deste trabalho. Além desta decisão, também decidiu-se sobre a recompra de parte dos papéis em um momento de baixa de mercado, para evitar uma queda excessiva que poderia ocorrer devida a baixa liquidez das ações da ETERNIT.

A boa performance do fundo deve-se em grande parte a excelente rentabilidade das ações da ETERNIT no período. Mario cita que 2 grandes investidores da ETERNIT estão reduzindo aos poucos a sua posição, até saírem totalmente da empresa, e estão fazendo lenta e gradualmente devido a baixa liquidez deste papel. Mas mesmo assim tem havido demanda do mercado, o que segundo Mario é uma prova de que o mercado já entendeu que a ETERNIT é uma empresa com boas práticas de governança, contando com um conselho profissional.

Fleck conta ainda, que em outra empresa investida, a BRADESPAR, apesar do RB fundamental não possuir um membro no conselho, eles possuem excelente relacionamento com os executivos da empresa e com outros grandes investidores, que possuem membros no conselho. E isto é importante para que se conheça a equipe de gestão da empresa e para saber se o objetivo do fundo está alinhado com o objetivo dos outros investidores.

Acredito que tenha sido bastante rico o material obtido nas entrevistas com os diversos gestores e, que através dos exemplos citados neste trabalho é possível entender com clareza a performance destes fundos de governança que foi verificada na análise de rentabilidade.

No capítulo seguinte, será feita a conclusão deste trabalho, comentando se os objetivos traçados para o mesmo foram atingidos ou não.

## Capítulo 5 – Conclusão

Acredito que os resultados obtidos neste trabalho foram mais do que satisfatórios, superando inclusive as expectativas do próprio autor. Isto porque, chegamos ao final do trabalho obtendo um material bastante rico de experiência reais, através das entrevistas com os gestores dos fundos, que se encaixaram muito bem como justificativas para a rentabilidade que foi verificada para estes fundos, nos períodos analisados neste trabalho.

Com relação a hipótese levantada pelo autor de que os fundos de governança possuem uma rentabilidade superior ao mercado, medido pelo IBOVESPA, continuo com a opinião de que esta foi sustentada parcialmente. Se a hipótese fosse emendada para incluir que esta performance fosse a de longo prazo, segundo o critério de risco x retorno, medido pelo índice de sharpe, certamente poderíamos concluir que a hipótese foi verificada. No entanto obtivemos contra-exemplos no curto prazo, como os fundos da Tarpon que na análise de curto prazo ficaram atrás do IBOVESPA, mesmo segundo o índice de sharpe. Mas pode-se dizer que esta rentabilidade baixa em relação ao IBOVESPA no curto prazo foi explicada através do exemplo do investimento feito na Acesita, e que na análise de médio prazo, o fundo Tarpon HG FIA teve a segunda melhor performance, contribuindo para basear a hipótese de performance superior no longo prazo, que é o objetivo citado por todos gestores entrevistados.

A primeira parte deste trabalho, de revisão teórica, apesar de relativamente longa, foi feita com bastante cuidado para que todos, inclusive os que não conhecem o tema de governança, ou a indústria de fundos de investimento pudessem ter um conhecimento mínimo para acompanhar a parte empírica deste trabalho, tanto a parte mais quantitativa de análise de rentabilidade como a parte qualitativa das entrevistas com os gestores dos fundos de governança.

Além disso, a forma de abordagem utilizada neste trabalho, não havia sido encontrada pelo autor em nenhum outro trabalho sobre este tema, e como sugestão para futuras monografias, pode ser feito um acompanhamento da evolução por mais um período para ajudar a chegarmos a uma conclusão mais forte estatisticamente.

Concluindo este trabalho, podemos dizer que uma das principais lições que pode-se tirar é que os resultados que se obteve nas análises de rentabilidade são apenas um reflexo das experiências destes fundos estudados nas empresas investidas, ou seja, não são eventos desconexos, e os exemplos obtidos nas entrevistas explicaram em grande

parte os resultados obtidos na análise de rentabilidade, o que dá bastante satisfação ao autor.

Sem querer fazer previsões, e talvez abusando um pouco da liberdade de escrita, gostaria de emitir minha opinião de que com base na qualidade dos entrevistados para este trabalho, e dos resultados obtidos na análise, a futura performance destes fundos é bastante promissora, o que os tornaria bastante atrativos em termos de investimento, de longo prazo, é claro.

## Bibliografia

- BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. "The uncertain relationship between board composition and firm performance". In: *Business Lawyer*, v. 54, 1999
- BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. Publicado originalmente em 1932.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier e SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. "Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil". In: *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.12, n. 24, dez. 2005.
- FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. "Separation of Ownership and Control". In: *Journal of Law and Economics*, v. 26, June, 1983
- KEASEY, Kevin; THOMPSON, Steve; WRIGHT, Mike. "Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions". In: \_\_\_\_\_. *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*. Nova Iorque: Oxford University Press, 1997.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A. "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1.113-1.155, dez. 1998.
- LETHBRIDGE, Eric. "Governança Corporativa". In: *Revista BNDES*, vol.4, nº 8, dezembro de 1997.
- MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. "Corporate Governance". Editora Blackwell Business, 1995
- SIFFERT FILHO, Nelson. "Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências". In: *Revista BNDES* nº 9, junho de 1998.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. "Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil". 2002, Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

### Sites

**ANBID.** Associação Nacional do Bancos de Investimento. [www.anbid.com.br](http://www.anbid.com.br)

**BOVESPA.** Bolsa de Valores de São Paulo. [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

**CVM.** Comissão de Valores Mobiliários. [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**DYNAMO.** Dynamo Administradora de Recursos. [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

**IBGC.** Insituto Brasileiro de Governança Corporativa. [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

**IP.** Investidor Profissional. [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br)

**RIO BRAVO.** Rio Bravo investimentos. [www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br)

**TARPON.** Tarpon investimentos. [www.tarponinvest.com.br](http://www.tarponinvest.com.br)