

Estudo de caso de uma empresa brasileira de capital aberto: análise longitudinal das cotações das ações na Bolsa de Valores de São Paulo e o progresso para adesão ao nível II de governança corporativa

Wladimir Loesch Vianna (UNIMEP) wladimirloeschvianna@ig.com.br
Eduardo Eugênio Spers (UNIMEP) eespers@unimep.br
Fabiano Martin Tioffi (UNIMEP) fmtioffi@unimep.br
Mário Sacomano (UNIMEP) pmsn@terra.com.br
Osvaldo Elias Farah (UNIMEP) oefarah@unimep.br

Resumo

Este estudo de caso objetiva analisar uma relação, num período de cerca de um ano, do processo de adesão ao nível II de Governança Corporativa de uma empresa de capital aberto brasileira com a evolução de seus preços no mercado de ações da Bovespa.

A metodologia desse estudo de caso é realizar uma análise de eventos, baseados na evolução do processo de melhores práticas de Governança Corporativa, de alguma empresa brasileira, cujo modelo de propriedade e controle não é tradicional no país, relacionando-a à evolução dos preços das ações no período estudado.

Pelos resultados observados, a iniciativa da empresa em melhorar suas práticas de Governança Corporativa pode ter sido um dos principais fatores que favoreceu a valorização das cotações das ações na Bovespa acima do mercado.

Palavras-Chave: Análise longitudinal; Bolsa de valores; Governança corporativa.

1. Introdução

O objetivo desse estudo de caso é analisar a relação do processo de adesão a melhores práticas de governança corporativa da empresa Eternit S.A., cujo modelo de propriedade e controle não é tradicional no país, com a evolução de seus preços no mercado de ações brasileiro.

Nesse estudo de caso serão realizadas duas análises distintas:

- Análise de eventos, com o propósito de identificar as principais notícias divulgadas pela Eternit S.A. desde os primeiros estudos para adesão da empresa a algum nível de Governança Corporativa da Bovespa;
- Análise discreta comparada, onde será realizada uma análise da evolução dos preços das ações da Eternit S.A. com o Ibovespa, no período estudado, tomando como base o período de 18/05/04 a 02/03/05.

Como limitação desse estudo de caso e possíveis estudos complementares são: uma análise de outros dados da empresa pesquisada, no período estudado, como os resultados financeiros e também do ambiente macro-econômico. Além disso, também seria importante uma análise do comportamento das ações nesse período de outra empresa do mesmo segmento. Dessa forma, poderia ser avaliado, de maneira mais completa, o verdadeiro impacto e resposta dos investidores/acionistas, ao processo de adesão da Eternit S.A. ao Nível II da Bovespa.

O estudo de caso será desenvolvido em 4 capítulos. No primeiro capítulo será apresentado uma revisão da literatura. No segundo capítulo será apresentado o estudo de caso, no terceiro, os resultados e no quarto, uma análise conclusiva dos estudos realizados.

2. Revisão da literatura

2.1 Governança corporativa e os diferentes níveis do mercado da Bovespa

Para o G7, “a Governança Corporativa é um dos mais novos e importantes pilares de arquitetura econômica global.”

Tida como um conjunto de práticas que têm incorporado os modelos de gestão das empresas, tem atraído a atenção de diferentes partes interessadas, inclusive o interesse público.

Há inúmeros valores que sustentam a boa governança, resumindo-se basicamente em um trinômio fundamental de atuação: a integridade, a competência e o envolvimento. A Governança Corporativa não têm surgido como um modismo a mais. Amplamente difundidas e internalizadas no mundo corporativo, as práticas de governança abrangem grande elenco de partes interessadas. Em essência, tratam dos interesses dos acionistas, em suas relações com os conselhos de administração e com a direção executiva das corporações.

De forma resumida, a Governança Corporativa pode ser definida como “o conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunistas conflitantes com este fim. Fatores externos às corporações como mudanças no macroambiente, mudanças no ambiente de negócios e revisões de instituições legais contribuíram para os marcos históricos da moderna governança corporativa, assim como a prevalência de fatores internos, como mudanças societárias, realinhamentos estratégicos e reordenamentos organizacionais.”

Portanto, as questões sobre a Governança Corporativa têm ganhado um forte impulso no mundo dos negócios. No Brasil, em 2000, foram criados três níveis diferentes de Governança Corporativa pela Bovespa, que podem ser definidos da seguinte forma:

- **Nível I - mais informações e dispersão acionária:** as companhias Nível I se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, as principais práticas incluem a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, a realização de ofertas públicas de ações para uma dispersão do capital e a melhoria nas divulgações das informações trimestrais. A divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas, a divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options* e o anúncio de um calendário anual de eventos corporativos, também são considerados práticas desse nível de governança;
- **Nível II – maiores exigências:** para se classificar no Nível II, a empresa precisa atender as exigências do Nível I e, além disso, adotar outras práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Os critérios incluem mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração, a disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB e a extensão para os acionistas de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da

companhia. Para os detentores de ações preferenciais, os direitos são de no mínimo 70% deste valor. O direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, a obrigatoriedade de realizar oferta de compra das ações em circulação nas hipóteses de fechamento do capital e a adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários também compõem as exigências para participar deste nível de governança corporativa;

- **Novo mercado – novo segmento da Bovespa:** o novo mercado é um segmento da Bovespa com regras de listagem diferenciadas, destinado às ações de empresas que se comprometem com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias, bem como haja um Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano, dentre outros fatores. Com este, a Bovespa abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo.

É importante destacar que os diversos modelos de Governança Corporativa, entre eles o modelo Anglo-Saxão, estão fundamentados nos aspectos de diferenciação em, pelo menos, quatro abordagens:

- Focada nas constituições dos conselhos de administração e em outros mecanismos internos de governança. Dá ênfase às formas como são conduzidos os conflitos de agência e à atenção dada aos direitos de outras partes interessadas;
- Com ênfase na concentração da propriedade acionária e a proteção dos minoritários. Introduce um *ranking* de sistemas de governança dos países, de acordo com a extensão da proteção aos minoritários, avaliada por um índice de direitos anticontrolador;
- Destaca a fonte de financiamento predominante, apontando as diferenças essenciais entre os modelos *market oriented* e *bank oriented*, quanto às decorrentes composições dos conselhos e objetivos corporativos;
- Analisa as diferenças atribuídas às forças de controle internas e externas e a eficiência delas na geração de sistemas de boa governança.

O modelo Anglo-Saxão apresenta, como principais fundamentos de diferenciação, a pulverização do controle acionário e a separação da propriedade e da gestão. Os conflitos de agência daí resultantes e as ações para monitorar os gestores e bloquear as práticas de gestão que contrariam o interesse dos acionistas são as razões essenciais do ativismo de forças externas, que se mobilizaram tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido.

Dessa forma, as empresas, como a Eternit S.A., que objetivam a redução de eventuais conflitos de agência em potencial, que são entre acionistas e gestores, faz com que melhorem suas práticas de Governança Corporativa, a fim de oferecer mais segurança aos acionistas.

3. Estudo de caso

A seguir será apresentado um breve histórico da Eternit S.A.:

3.1 Breve histórico da empresa

Devido a Eternit S.A. ser uma empresa de capital aberto, sem concentração de propriedade e, portanto, com separação de controle e gestão, sugere que as forças de controle mais atuantes sejam externas e que, assim, a proteção legal aos minoritários seja forte. Como no Brasil o perfil da maioria das empresas é familiar com propriedade concentrada e a sobreposição da gestão e propriedade, a Eternit S.A. acaba se tornando uma das poucas empresas no Brasil com modelo de propriedade e controle semelhante ao Anglo-Saxão.

A Eternit S.A. é uma das empresas pioneiras na fabricação de telhas e caixas d'água no Brasil. Foi constituída em janeiro de 1940, onde, no mesmo ano, iniciou a construção de uma fábrica de chapas onduladas e lisas de fibrocimento, como a primeira etapa de um programa mais amplo, na cidade de Osasco, Estado de São Paulo.

Produtora de telhas e caixas d'água, possui uma das mais extensas linhas de produtos do mercado, composta por uma grande variedade de modelos e dimensões, tendo sua comercialização concentrada em produtos populares de fibrocimento, destinados a construção, reforma e ampliação nos segmentos residencial, comercial e industrial de pequeno e médio porte. A Tabela 1 abaixo mostra o *Break-down* do faturamento da Eternit S.A. por produto:

Produto	%
Telhas	77,60
Moldados / Caixa d'água	18,82
Outros	3,58
Total	100,00

Fonte: CMA (outubro/2004).

Tabela 1 - *Break-down* do faturamento

Seu principal processo de produção é composto de uma mistura adequada de cimento, calcário, água e eventualmente celulose. É aplicada sobre uma esteira rolante, onde mediante vácuo extrai-se a água, restando desta maneira uma manta que é cortada e transformada mecanicamente ou manualmente, em seus principais produtos.

Através de uma extensa rede de distribuição, a Eternit S.A. cobre praticamente todo o território nacional com seus produtos e serviços. No total, são 11 filiais de vendas que se localizam em São Paulo, Campinas, Ribeirão Preto, Curitiba, Porto Alegre, Goiânia, Brasília, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Vitória e Salvador, além de uma vasta rede de distribuidores e revendedores. Excluídas as filiais, a Eternit S.A. soma 57.000 metros quadrados de área construída, gerando cerca de 468 empregos diretos. A Tabela 2 mostra a porcentagem de vendas da Eternit S.A. por região:

Região	%
Norte	4,50
Nordeste	15,20
Sudeste	43,70
Sul	20,90
Centro-Oeste	15,70
Total	100,00

Fonte: CMA (outubro/2004).

Tabela 2 - Participação no volume total de vendas

O mercado de fibrocimento está dividido entre 11 fabricantes, onde destacam-se como principais: Isdralit, Imbralit, Confibra, Infibra e Multilit, além da Eternit, que detêm a maior parte do mercado (cerca de 50%), enquanto o restante está dividido entre pequenas empresas de capital nacional. A demanda é determinada pelo ritmo de construção nos setores residencial, industrial e agrícola.

A empresa tem como Presidente Élio Antônio Martins, e como diretores Rubens Rela Filho, Peter Spring, Marcelo F. Vinhola, Nelson Pazikas e Flávio Grisi, sendo uma das poucas empresas no país que possui o capital efetivamente pulverizado, sem nenhum grupo de controle definido, como mostrado na tabela a seguir:

Principais Acionistas	Ordinárias	Preferenciais	Total
Fundo Banco Central Prev. Priv - Centrus	11,18	-	10,41
Fundo de Participação Social	6,57	-	6,12
Bahema Participações S.A.	12,43	46,46	14,67
L Parisotto Participações S.A.	5,56	-	5,18
Luiz Barsi Filho	-	35,05	2,40
GWI Empreendimentos e Part. Ltda	5,56	-	5,18
Ações em Tesouraria	0,30	-	0,28
Outros	58,49	19,49	55,76
Total	100,00	100,00	100,00
Qtde ações (mil)	6.493	477	6.969

Fonte: CMA (outubro/2004).

Tabela 3 – Estrutura Societária Eternit S.A.

No dia 02 de março de 2005, a Eternit S.A. ingressou no Nível II de Governança Corporativa da Bovespa, dando seqüência a seu plano de oferecer maior transparência ao investidor. A empresa possui suas ações registradas na Bovespa desde 1948, é a 8ª empresa a integrar nesse nível de governança corporativa e a 49ª a participar do índice de Ações com Governança Corporativa (IGC).

O nível II de Governança Corporativa é uma classificação que a bolsa paulista concede às empresas que seguem determinadas regras, de maneira geral do interesse do investidor. Entre os requisitos, está a obrigatoriedade da companhia em estender a todos os acionistas boas condições no caso de venda do controle da companhia, além de se comprometer com as melhores práticas de Governança Corporativa.

O plano de integração faz parte do programa Portas Abertas, onde a transparência será o ponto alto da companhia no sentido de demonstrar à sociedade sua atuação responsável na mineração e industrialização de produtos.

Para a empresa, “Esta nova fase da Eternit será marcada também por uma aproximação com o mercado de capitais, visando, através da informação e da transparência, gerar valor e liquidez de suas ações.”

4. Resultados

Os principais eventos ocorridos e divulgados, referente ao processo e ingresso da Eternit S.A. no Nível II de Governança Corporativa da Bovespa, são dados a seguir:

18/05/04 – Eternit S.A. informa que o Conselho de Administração aprovou a conversão de todas ações PN da companhia em ações ON, objetivando adaptar a companhia às exigências do Novo Mercado, aumentando sua visibilidade e a liquidez de suas ações;

14/06/04 – Os acionistas da Eternit S.A. aprovaram a conversão facultativa das ações PN em ON, visando a migração da empresa para o Novo Mercado. Até 30/07/04, cada ação PN poderá ser convertida numa ação ON;

23/06/04 – O presidente da empresa Élio Martins divulga nota, dizendo que os acionistas têm até 30/07/04 para trocar os papéis PN para ON. Feito isso, o próximo passo é acertar os detalhes com a Bolsa. O objetivo é listar as ações ainda este ano (2004);

06/08/04 – A Eternit conseguiu converter 74,9% das ações PN em ON, mas esse índice não é suficiente para permitir a adesão ao Novo Mercado da Bovespa, que só acolhe empresas com 100% ações ON. Assim, a Eternit S.A. poderá pedir à Bovespa sua adesão ao Nível II, pois permite ações PN;

15/10/04 – Segundo Élio Martins, a Eternit S.A. pretende estrear ao nível II de Governança Corporativa da Bovespa em novembro próximo. A adesão deverá ser divulgada junto com os resultados da empresa no terceiro trimestre deste ano. O processo de adequação ao nível II ainda está sendo finalizado;

10/12/04 – O Conselho da Bovespa impôs determinadas condições para que a Eternit possa aderir ao Nível II de Governança Corporativa, visto que a empresa não possui um acionista controlador. A Bovespa apresentou uma solução que dispensa a figura do controlador, pois a Eternit S.A. é a única companhia do mercado com controle difuso;

28/12/04 – A Eternit S.A. convoca Assembléia Geral Extraordinária em 13/01/05, para deliberações sobre a adaptação de seu Estatuto Social para adesão ao Nível II de Governança Corporativa;

05/01/05 – Adaptação do Estatuto Social para adesão ao Nível II de Governança Corporativa;

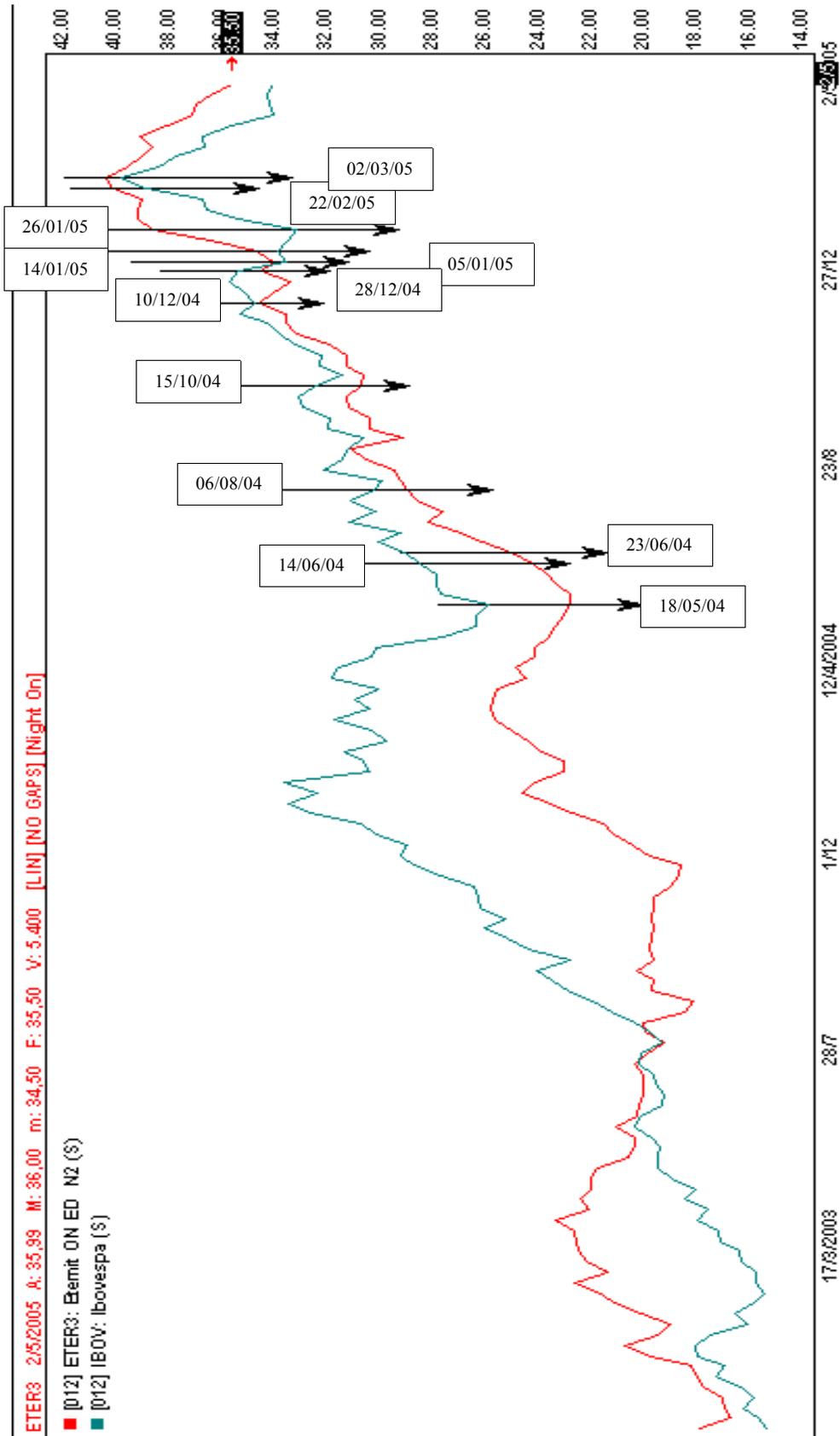
14/01/05 – Por falta de “quorum” na AGE de 13/01/05, a Eternit S.A. convoca nova AGE para 26/01/05, onde um dos assuntos é a adaptação do Estatuto Social para adesão ao Nível II de Governança Corporativa;

26/01/05 – Eternit S.A. divulgou que na AGE de 26/01/05 foi aprovada a adaptação do Estatuto Social;

22/02/05 – A Eternit divulgou que irá estrear no nível II de Governança Corporativa da Bovespa em 02/03/05, no mesmo dia em que divulga os resultados referentes ao exercício de 2004;

02/03/05 – A Eternit S.A. ingressa ao Nível II de Governança Corporativa da Bovespa.

No gráfico a seguir, são mostradas as evoluções quantitativas do índice Ibovespa, que compõem cerca de 55 empresas, e dos preços das ações ON da Eternit S.A., durante o processo para ingresso ao Nível II de Governança Corporativa da Eternit na Bovespa, de maio/2004 a março/2005 e os dois meses seguintes, sendo portanto, até maio/2005. Nesse gráfico foram assinaladas as posições dos ativos nas datas dos eventos levantados anteriormente:



Fonte: CMA – Análise Gráfica (2005).

Figura 1 – Evolução comparativa das ações ON da empresa Eternit S.A. e do Ibovespa

A Tabela 4 abaixo mostra a oscilação diária em % do Ibovespa, da Eternit PN e da Eternit ON, nos dias em que houveram algum comunicado sobre a evolução para adesão da Eternit S.A. em algum nível de Governança Corporativa da Bovespa. Os preços utilizados para o cálculo são do fechamento do pregão:

Data	Ibovespa (%)	Eternit PN (%)	Eternit ON (%)
18/05/04	+2,39	0,00	0,00
14/06/04	-1,75	0,00	0,00
23/06/04	+3,15	+1,77	+2,15
06/08/04	+1,51	0,00	+1,12
15/10/04	+1,78	0,00	+0,59
12/12/04	+1,17	0,00	0,00
28/12/04	+0,17	0,00	+0,57
05/01/05	-1,32	0,00	-0,27
16/01/05	-1,64	0,00	+0,55
26/01/05	0,00	0,00	+1,25
22/02/05	-0,42	0,00	0,00
02/03/05	-1,69	0,00	+0,07
18/05/04 a 02/03/05	+52 %	+71 %	+76 %

Fonte: CMA – Análise de Dados (2005).

Tabela 4 – Oscilação diária e do período estudado

5. Conclusão

Observa-se que Eternit PN não oscilou na maioria dos pregões, pois a baixa liquidez do papel coincidia nestes dias com nenhum negócio realizado. Por outro lado, verifica-se que Eternit ON sofreu variações inferiores ao Ibovespa, nos dias analisados até 12/12/04 (exceto em 14/06/04). E após esta data, Eternit ON sempre foi melhor que o Ibovespa, também observando apenas os dias analisados até 02/03/05, onde a empresa já iniciava no Nível II da Bovespa.

Porém, no geral, observa-se que Eternit ON foi valorizando mais que o Ibovespa desde maio/2004. No período estudado de 18/05/04 a 02/03/05 foi registrado um resultado mais favorável da Eternit (+76% ON e +71% PN) em relação ao Ibovespa (+52%).

Outro ponto importante que deve ser destacado é o período a partir de 02/03/05, ou seja, com a Eternit já no Nível II da Bovespa. Observa-se pelo gráfico anterior, que Eternit ON iniciou uma desvalorização dos preços menos acentuada que o Ibovespa.

Portanto, a iniciativa da empresa em melhorar suas práticas de Governança Corporativa pode ter sido um dos principais fatores que favoreceu a valorização das cotações das ações da Eternit S.A. na Bovespa acima do mercado (base Ibovespa), no período estudado, pois o risco para o investidor em aplicar seus recursos nesse ativo pode ter sido reduzido.

6. Referências

ANDRADE, A., et al. *Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. São Paulo: Atlas, 2004. 21, 46, 49, 52, 145, e 146 p.

ARAÚJO, L. *Governança Corporativa: diferenças entre o nível I, nível II e novo mercado*. Site www.infomoney.com.br, 15/03/2005.

BERGLÖF, E. *Corporate control and capital structure: essays on property rights and financial contracts*. Estocolmo: Stockholm School of Economics, 1990. mimeo.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Novas empresas são incluídas no IGC em 2005*. Site www.bovespa.com.br, 11/03/2005.

CMA - Consultoria, Métodos, Assessoria e Mercantil Ltda. *Análise Fundamentalista LAFIS, Eternit – Construções e Mat. Construções*. São Paulo, outubro/2004.

CMA - Consultoria, Métodos, Assessoria e Mercantil Ltda. *Análise Fundamentalista LAFIS, Eternit – Construções e Mat. Construções – Notícias da Empresa*. São Paulo, 15/03/2005.

CMA - Consultoria, Métodos, Assessoria e Mercantil Ltda. Trading Analysis Information - *Análise Gráfica*. São Paulo, 2005.

CMA - Consultoria, Métodos, Assessoria e Mercantil Ltda. Trading Analysis Information - *Análise de Dados*. São Paulo, 2005.

FRANKS, J., et al. *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*. Journal of Financial Economics, nº 40, 1996.

G7. *Declaração homologada da Reunião de Cúpula*, Colônia, junho 1999. In: *Declaração do International Corporate Governance Network*. Annual Conference, Frankfurt, julho, 1999.

LA PORTA, R., et al. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance, v. 54, nº 2, 1999.

LOPRETE, G. *Eternit: governança corporativa e boa perspectiva de proventos*. Site www.infomoney.com.br, 04/03/2005.

PROWSE, S. *Corporate Governace in na internacional perspective: a survey of corporate mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany*. BIS Economic Papers, nº 41, May, 1994.

SANTOS JR, A. L. *Ações da Renar Maçãs e da Eternit são incluídas no IGC*. Site www.infomoney.com.br, 14/03/2005.