

**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE JOÃO PESSOA - UNIPÊ  
PRÓ-REITORIA DE ENSINO DE GRADUAÇÃO  
COORDENAÇÃO DO CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

DANILLO MARINHO ROCHA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:**  
Estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica da BM&F BOVESPA

João Pessoa - PB  
2009

**DANILLO MARINHO ROCHA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:**

Estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica da BM & F BOVESPA

Monografia apresentada ao Centro  
Universitário de João Pessoa – UNIPÊ,  
como requisito parcial para a obtenção do  
título de Bacharel em Administração.

Orientador: Professor George Washington Alves de Melo

João Pessoa – PB  
2009

R672g

Rocha, Danilo Marinho.

GOVERNANÇA CORPORATIVA: Estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica da BOVESPA/Danilo Marinho Rocha. João Pessoa, 2009.

Monografia de Conclusão de Curso (Graduação em Administração)  
– Centro Universitário de João pessoa/UNIPÊ.

1 Bovespa – Governança – Energia – Rentabilidade - Monografia.  
I Título

CDU: 658

**DANILLO MARINHO ROCHA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:**

Estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica da BM&F BOVESPA

Aprovada em 02/ 06/ 2009

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professor Especialista George Washington Alves de Melo  
Orientador - UNIPÊ

---

Professor Mestre Robério Dantas da Rocha  
Examinador

---

Professor Mestre Paulo Francisco Monteiro Galvão  
Examinador

À Fátima Pompéia Cunha Lima

À Artur Cunha Lima

À Minha Mãe Graça

À Meu Pai Miguel

À Cinthia Vanessa

Aos Meus irmãos

Dedico!

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Professor George Washington Alves de Melo, pela excelente orientação e, em estimular em todos os momentos a busca pelo aprendizado. Agradeço também a sua atenção, disponibilidade e confiança. A dona Fátima e Dr. Artur que muito me ajudaram a chegar ate aqui. A Cinthia, aos meus pais e irmãos que sempre me apoiaram nessa longa jornada para alcançar, em mais uma etapa, o conhecimento acadêmico.

*“Nenhuma sociedade pode ser florescente e feliz,  
se a grande maioria de seus membros forem  
pobres e miseráveis”.*

*(Adam Smith)*

ROCHA, Danillo Marinho. GOVERNANÇA CORPORATIVA: Estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica da BM&F BOVESPA. Monografia (Graduação em Administração) Centro Universitário de João Pessoa – UNIPÊ.

## RESUMO

O Brasil vem conseguindo a tão desejada estabilidade econômica e financeira, atingindo níveis inflacionários considerados de primeiro mundo, porquanto, como nas demais nações civilizadas e estáveis, a queda na taxa de juros básica promove uma tendência de migração dos investimentos, em grande parte, para o mercado de capitais. Neste sentido, o estudo objetivou analisar a rentabilidade sobre o patrimônio líquido das empresas de energia elétrica que fazem parte do segmento de governança corporativa da BOVESPA no período de 2005 a 2007. A pesquisa se caracteriza como bibliográfica, exploratória e descritiva, com abordagens quantitativa e qualitativa e que teve como universos 14 empresas que aderiram às boas práticas de Governança Corporativa. O trabalho foi organizado em seis capítulos, distribuídos da seguinte maneira: no primeiro capítulo faz-se uma introdução; nos capítulos dois e três consta uma breve revisão bibliográfica sobre Mercado Financeiro e Investimento Empresarial, respectivamente; no quarto capítulo são relacionados todos os procedimentos metodológicos desenvolvidos no estudo; no quinto capítulo apresenta-se a análise dos dados e, por último, no capítulo sexto aparecem às considerações finais. A pesquisa atingiu seu objetivo na medida em que verificou que a rentabilidade e a evolução do Patrimônio Líquido e do lucro líquido são compatíveis com as expectativas de retorno para as empresas que praticam a Governança corporativa.

**Palavras-chave:** BM&F BOVESPA. Governança Corporativa. Empresas. Energia. Rentabilidade.

ROCHA, Danillo Marinho. CORPORATE GOVERNANCE: A study on the profitability of energy companies in the BM&F BOVESPA. Monograph (Graduation in Business Administration) Centro Universitário de João Pessoa – UNIPÊ.

### **ABSTRACT**

Brazil has been achieving the much desired economic and financial stability, reaching levels of inflation as the first world because, as in other civilized nations and stable, the fall in interest rate promotes a basic trend of migration on investment in large part to the capital market. In this sense, the study aimed to analyze the return on the equity of companies of electric power that are part of the segment of the BOVESPA corporate governance in the period 2005 to 2007. The research is characterized as literature, exploratory and descriptive, with quantitative and qualitative approaches, which has 14 companies that joined universes to good corporate governance practices. The work was organized into six chapters, distributed as follows: in the first chapter is an introduction, in chapters two and three is a brief review on Financial Market and Investment Business respectively, in the fourth chapter are all related methodological procedures developed in the study, the fifth chapter sets up the data analysis and, finally, the sixth chapter appears in the final considerations. The study met its objective in that it found that the profitability and development of equity and net profit are consistent with the expectations of return for companies that practice corporate governance.

**Keywords:** BM&F BOVESPA. Corporate Governance. Companies. Energy. Profitability.

## LISTAS

### LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>QUADRO 1</b> Discriminação das empresas do universo/ amostra	36
<b>GRÁFICO 1</b> Evolução do PL e LL do Novo Mercado 2005-2007	48
<b>GRÁFICO 2</b> Evolução do PL e LL do Nível 1 de 2005-2007	49
<b>GRÁFICO 3</b> Evolução do PL e LL do Nível 2 de 2005-2007	50

### LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1</b> CPFL ENERGIA S.A.	38
<b>TABELA 2</b> EDP ENERGIA DO BRASIL S.A.	39
<b>TABELA 3</b> EQUATORIAL ENERGIA S.A.	39
<b>TABELA 4</b> LIGHT S.A.	40
<b>TABELA 5</b> MPX ENERGIA S.A.	41
<b>TABELA 6</b> TRACTEBEL ENERGIA S.A.	42
<b>TABELA 7</b> CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS – ELETROBRÁS	42
<b>TABELA 8</b> COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO – CESP	43
<b>TABELA 9</b> COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	44
<b>TABELA 10</b> COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	45
<b>TABELA 11</b> COMPANHIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA – CTEEP	45
<b>TABELA 12</b> CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA S.A.	46
<b>TABELA 13</b> ELETROPAULO METROP. ELÉTRICA DE SÃO PAULO S.A.	47
<b>TABELA 14</b> TERNA PARTICIPAÇÕES S.A.	47
<b>TABELA 15</b> Média dos resultados das empresas do Novo Mercado	48
<b>TABELA 16</b> Média dos resultados das empresas do nível 1	49
<b>TABELA 17</b> Média dos resultados das empresas do nível 2	50

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	10
<b>2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – SFN</b>	12
2.1 Órgãos Normativos	12
2.2 Órgãos Supervisores	13
2.3 Órgãos Operadores	17
2.4 Mercado Financeiro	18
2.5 Governança Corporativa	22
<b>3 INVESTIMENTO EMPRESARIAL</b>	25
3.1 Sociedades Anônimas	25
3.2 Acionistas	26
3.3 Risco	27
3.4 Retorno do Investimento	28
3.5 Demonstrativos Contábeis	29
3.6 Análise das Demonstrações Contábeis	30
3.7 Conceitos do Mercado de energia elétrica	31
<b>4 METODOLOGIA DA PESQUISA</b>	34
4.1 Caracterização do estudo	34
4.2 Definição problema	35
4.3 Objetivos	35
4.3.1 Objetivo geral	35
4.3.2 Objetivos específicos	36
4.4 Universo e Amostra	36
4.5 Instrumento de coleta de dados	37
<b>5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS</b>	38
5.1 Empresas participantes do Novo	38
5.2 Empresas participantes do Nível 1	42
5.3 Empresas participantes do Nível 2	45
5.4 Média dos resultados	48
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES</b>	52
<b>REFERÊNCIAS</b>	54
<b>BIBLIOGRAFIAS CONSULTADAS</b>	55
<b>ANEXO A</b>	56
<b>ANEXO B</b>	61

## 1 INTRODUÇÃO

Inúmeros têm sido os esforços para que as empresas que possuem ações negociadas na BM&F Bovespa adiram às boas praticas de governança corporativa. Ou seja, atingir o nível de regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, através do estabelecimento de direitos e deveres dos vários acionistas e da dinâmica e organização dos poderes, respeitando um conjunto de processos, costumes, políticas, leis, regulamentos e instituições que regulam a maneira como a empresa é dirigida, administrada ou controlada.

O termo Governança Corporativa ainda inclui o estudo sobre as relações entre os diversos atores envolvidos (os *stakeholders*) e os objetivos pelos quais as empresas se orientam. As oito principais características da "boa governança" são: Participação; estado de direito; transparência; responsabilidade; orientação por consenso; igualdade e inclusividade; efetividade e eficiência; e, Prestação de conta (*accountability*).

Mas o que realmente motiva o pesquisador sobre esse assunto é investigar se há alguma ligação entre o nível de governança corporativa que a companhia participa e a rentabilidade da organização. Neste sentido, o estudo procurou analisar a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das empresas do setor de energia elétrica do segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, no período de 2005 a 2007. O universo abrangeu quatorze empresas do setor elétrico da que possui ações negociadas na BM&F Bovespa e que participam do segmento de governança corporativa. Ou seja, Novo Mercado; Nível 1 e Nível 2. O índice financeiro aplicado foi o de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

Os dados da pesquisa foram coletados através do *website* da BM&F Bovespa, do *website* das empresas analisadas e da literatura pertinente.

A pesquisa usou de abordagens quantitativa e qualitativa, caracterizando-se como sendo do tipo exploratória e descritiva, justificando por ser um tema extremamente relevante para o mundo empresarial, até porque com a redução na taxa básica de juros da economia, existe uma tendência, conforme se verifica nos países de economia estável, de significativa migração dos investimentos do mercado financeiro bancário para o mercado de capitais, porquanto a cada dia os investimentos em ações passam a ser mais atrativos e as empresas começam a entender que praticas administrativas mais profissionais e voltadas para resultados implicam em maiores

retornos. Assim, o tema desperta interesse e agrega informações e conhecimentos para a academia e toda a sociedade.

O trabalho foi organizado em seis capítulos que se distribuem e se compõem da seguinte maneira: o capítulo primeiro é composto por esta breve introdução, os capítulos dois e três abordam aspectos dos fundamentos teóricos que retratam o Sistema Financeiro Nacional e o Investimento Empresarial; já no capítulo quarto são mostrados todos os procedimentos metodológicos desenvolvidos no estudo; as descrições e análises de dados são apresentadas no quinto capítulo, e, por último, aparecem as considerações finais.

A pesquisa atingiu seu objetivo concluindo pela melhor performance de evolução do patrimônio líquido e, também, do seu retorno no período analisado.

## 2 ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO

De acordo com bibliografia encontrada, identificamos mais de um tipo de divisão do Sistema Financeiro Nacional. Por exemplo: Brito (2005) apresenta o sistema financeiro nacional dividido em autoridades normativas, monetárias e fiscalizadoras, instituições financeiras públicas e instituições financeiras privadas.

Segundo Neto (2001 p. 67),

“o Sistema Financeiro Nacional foi estruturado e regulamentado pela lei de Reforma bancária (1964), Lei do Mercado de Capitais (1965) e, mais recentemente, com a lei de criação dos Bancos Múltiplos (1988). É constituído por todas as instituições financeiras, públicas ou privadas, existentes no país”.

### 2.1 ÓRGÃOS NORMATIVOS

Essa subdivisão do Sistema Financeiro Nacional é constituída por instituições que estabelecem, de alguma forma, diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle do mercado. Compõem esse subsistema o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco do Brasil, O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e a Caixa Econômica Federal (NETO, 2001). Segundo Brito (2005), o Conselho Monetário Nacional é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional, formado atualmente pelos seguintes membros: Presidente do Banco Central; Presidente da CVM; secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Fazenda; diretores de Política Monetária, de assuntos Internacionais e de Normas e Organização do Sistema Financeiro, todos do Banco Central.

Neto (2001) nos fala que o Conselho Monetário Nacional (CMN) é um órgão eminentemente normativo, e não desempenha nenhuma atividade executiva. Processa todo o controle do Sistema Financeiro, influenciando as ações de órgãos normativos como o BNDES, por exemplo, além de assumir funções de legislativo das instituições financeiras públicas e privadas. O Conselho Monetário está revestido de amplas atribuições, que podem ser identificadas na finalidade principal de sua criação: formulação de toda a política de moeda e de crédito, objetivando atender aos interesses econômicos e sociais do país.

Neto apresenta “o Banco Central do Brasil (BACEN) como sendo o principal poder executivo das políticas traçadas pelo Conselho Monetário e órgão fiscalizador do Sistema Financeiro Nacional” (2001, p.71).

Brito (2005 p.5,6) fala que:

“Compete ao CVM traçar as normas de política monetária em todos os seus aspectos. Funciona como um conselho da economia brasileira e supervisiona as políticas monetárias, cambial, de investimento, de capital estrangeiro, de comércio exterior e fiscal”.

## 2.2 ÓRGÃOS SUPERVISORES

Atualmente encontramos quatro entidades supervisoras do Sistema Financeiro nacional, são elas: Banco Central do Brasil – Bacen, Comissão de Valores mobiliários – CVM, Superintendência de seguros Privados – Susep e a Secretaria de Previdência Complementar – APC.

Brito (2005) [...] nos apresenta o Banco Central do Brasil - Bacen como sendo o agente executivo das decisões referentes a políticas macroeconômicas e disposições sobre o funcionamento. Exercendo também importante função de normatização e fiscalização no sistema financeiro nacional. E tem como funções básicas: exercer o monopólio da emissão de moeda; funcionar como banco dos bancos; ser o banqueiro do governo; exercer superintendência e fiscalização do Sistema financeiro; executar políticas monetárias e fiscais; assessorar o governo no que tange a assuntos econômicos.

De acordo com Melo (2007, p.9):

Banco Central do Brasil (Bacen) é uma autarquia vinculada ao ministério da fazenda, que também foi criada pela lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. É o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e é responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do setor financeiro. Dentre suas atribuições estão: emitir papel-moeda e moeda metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país. Sua sede fica em Brasília, capital do País, e tem representações nas capitais dos Estados do Rio Grande do Sul, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Bahia, Pernambuco, Ceará e Pará.

Fortuna (2001) [...] apresenta a Comissão de Valores Mobiliários – CVM como um órgão normativo e não como supervisor, e fala-nos deste órgão como sendo especificamente voltado para o desenvolvimento. A disciplina e a fiscalização do

mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional, Basicamente o mercado de ação e debêntures.

Trata-se de uma entidade auxiliar, autárquica, autônoma e descentralizada, mas vinculada ao Governo. Seus objetivos fundamentais são: estimular a aplicação de poupança no mercado acionário; assegurar o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem neste mercado; proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações; fiscalizar a emissão o registro, a distribuição e negociação de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto.

Como exemplos de valores mobiliários o autor cita: ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, certificado de depósito de valores mobiliários, nota promissória comercial, índices representativos de ações, opções de compra e de venda de valores mobiliários, direitos de subscrição, recibos de subscrição, cotas de fundos de renda variável, cotas de fundos imobiliários e certificados de investimentos audiovisual.

“O fortalecimento do Mercado de Ações é o objetivo final da CVM” (FORTUNA, 2001 p.23).

Segundo Melo (2007, p.9):

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. É responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país. Para este fim, exerce as funções de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre 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. [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

Fortuna (2001) também nos fala sobre a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP. Segundo o autor citado, a SUSEP é o órgão responsável pelo controle e fiscalização do mercado de seguros, previdência privada aberta e capitalização. Trata-se de uma autarquia vinculada ao ministério da fazenda, foi criada pelo Decreto-Lei nº 73/66, que também instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados – CNSP, a SUSEP, o Instituto de Resseguros do Brasil – IRB, as sociedades autorizadas a operar

em seguros privados e capitalização, as entidades de previdência privada aberta e os corretores habilitados.

O autor ainda relaciona as seguintes atribuições da SUSEP: fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Previdência Privada Aberta e de Capitalização na qualidade de executora da política traçada pelo CNP; atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguros, previdência privada aberta e capitalização; promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição assegurando sua expansão e o funcionamento das entidades que nele operam; zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado; disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas; cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades que por este forem delegadas; e, promover os serviços de Secretaria Executiva do CNSP.

Melo (2007, p.9) fala que:

Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) - autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda; é responsável pelo controle e fiscalização do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização. Dentre suas atribuições estão: fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP; atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguro, previdência privada aberta, de capitalização e resseguro; zelar pela defesa dos interesses dos consumidores dos mercados supervisionados; promover o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos operacionais a eles vinculados; promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição; zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado; disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas; cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades que por este forem delegadas; prover os serviços de Secretaria Executiva do CNSP [www.susep.gov.br](http://www.susep.gov.br).

Para conclusão desta etapa, utiliza-se mais uma vez Fortuna (2001). A Secretaria de Previdência Complementar é um Órgão Executivo do Ministério da Previdência e Assistência Social, responsável pelo controle e fiscalização dos planos e benefícios das atividades das entidades de previdência fechada. Logo, suas atribuições são: processar os pedidos de autorização para a constituição, funcionamento fusão, incorporação, grupamento, transferência de controle e reforma dos estatutos das entidades fechadas, opinar sobre os mesmos e encaminhá-los ao Ministério da Previdência e Assistência

Social; baixar instruções e expedir circulares para implementação das normas estabelecidas; fiscalizar a execução das normas gerais de contabilidade, atuária e estatística fixadas pelo Conselho de previdência Complementar (CPC), bem como da política de investimentos traçada pelo Conselho Monetário Nacional; fiscalizar as atividades das entidades fechadas, inclusive quanto ao exato cumprimento da legislação e normas em vigor, e aplicar as penalidades cabíveis; proceder a liquidação das entidades fechadas que tiverem cassada a autorização de funcionamento ou das que deixarem de condições para funcionar; e prover os serviços da Secretaria do CPC, sobre o controle deste.

Fortuna (2001, p.39) diz: “As entidades de previdência privada fechada consideram-se complementares do sistema oficial da previdência e assistência social, enquadrando-se suas atividades na área de competência do Ministério da Previdência e Assistência Social. E não pro ter fins lucrativos”.

De Acordo com Melo (2007, p.9):

A Secretaria de Previdência Complementar (SPC) é um órgão do Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão). A SPC se relaciona com os órgãos normativos do sistema financeiro na observação das exigências legais de aplicação das reservas técnicas, fundos especiais e provisões que as entidades sob sua jurisdição são obrigadas a constituir e que tem diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. A SPC compete: propor as diretrizes básicas para o Sistema de Previdência Complementar; harmonizar as atividades das entidades fechadas de previdência privada com as políticas de desenvolvimento social e econômico-financeira do Governo; fiscalizar, supervisionar, coordenar, orientar e controlar as atividades relacionadas com a previdência complementar fechada; analisar e aprovar os pedidos de autorização para constituição, funcionamento, fusão, incorporação, grupamento, transferência de controle das entidades fechadas de previdência complementar, bem como examinar e aprovar os estatutos das referidas entidades, os regulamentos dos planos de benefícios e suas alterações; examinar e aprovar os convênios de adesão celebrados por patrocinadores e por instituidores, bem como autorizar a retirada de patrocínio e decretar a administração especial em planos de benefícios operados pelas entidades fechadas de previdência complementar, bem como propor ao Ministro a decretação de intervenção ou liquidação das referidas entidades. Mais informações poderão ser encontradas no endereço: [www.previdenciasocial.gov.br](http://www.previdenciasocial.gov.br).

### **2.3 ORGÃOS OPERADORES**

Os órgãos operadores são as instituições financeiras captadoras de depósitos a vista. Dentre estes, encontram-se os bancos múltiplos, os bancos comerciais, a Caixa Econômica Federal, as cooperativas de crédito.

Segundo Brito (2005), a autorização fora concedida pelo Banco Central do Brasil para a constituição dos bancos múltiplos deu-se através da resolução número 1.524 de 21 de Setembro de 1988. A resolução possibilitou a alteração estrutura numa única instituição financeira, os bancos comerciais, de investimento, de desenvolvimento, sociedade de crédito imobiliário e sociedade de crédito, financiamento e investimento. Ainda Brito (2005, p. 12), “Uma das vantagens propiciadas pela constituição dos bancos múltiplos refere-se a economia dos custos. Como exemplo, pode-se citar a unificação da contabilidade, com implantação de plano de contas único e demonstrativos financeiros de forma consolidada”.

Para Melo (2007 p.10):

Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. Essas operações estão sujeitas às mesmas normas legais e regulamentares aplicáveis às instituições singulares correspondentes às suas carteiras. A carteira de desenvolvimento somente poderá ser operada por banco público. O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista. Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução CMN 2.099, de 1994).

Fortuna (2001) apresenta os Bancos Comerciais baseando-se no MNI, Manual de Normas e Instituições, seu objetivo primordial é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários para financiar, a curto e médio prazo o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços e as pessoas físicas. Em cumprimento a esses objetivos, os bancos podem: Descontar títulos; realizar operações de abertura de crédito simples ou conta corrente (contas garantidas); realizar operações especiais, inclusive crédito rural, de câmbio e comércio internacional; captar depósitos à vista e a prazo fixo; obter recursos junto às instituições oficiais para repasse aos clientes; obter recursos externos para repasse; e, efetuar a prestação de serviços mediante convenio com outras instituições.

A Caixa Econômica Federal - CEF foi criada em 1.861, está regulada pelo Decreto-Lei 759, de 12 de Agosto de 1969, como empresa vinculada ao Ministério da Fazenda. Neto (2001) a define como instituição financeira pública que atua de forma autônoma e apresenta um objetivo claramente social, entretanto, a CEF também atua em atividades características dos Bancos Comerciais e Múltiplos. Esta instituição constitui-

se com base em sua função social, no principal agente do SFH, Sistema Financeiro Nacional, atuando no financiamento da casa própria, principalmente no segmento de baixa renda.

Melo (2007 p.10) apresenta:

As cooperativas de crédito observam, além da legislação e normas do sistema financeiro, a Lei 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que define a política nacional de cooperativismo e institui o regime jurídico das sociedades cooperativas. Atuando tanto no setor rural quanto no urbano, as cooperativas de crédito podem se originar da associação de funcionários de uma mesma empresa ou grupo de empresas, de profissionais de determinado segmento, de empresários ou mesmo adotar a livre admissão de associados em uma área determinada de atuação, sob certas condições. Os eventuais lucros auferidos com suas operações - prestação de serviços e oferecimento de crédito aos cooperados - são repartidos entre os associados. As cooperativas de crédito devem adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Cooperativa", vedada a utilização da palavra "Banco". Devem possuir o número mínimo de vinte cooperados e adequar sua área de ação às possibilidades de reunião, controle, operações e prestações de serviços. Estão autorizadas a realizar operações de captação por meio de depósitos à vista e a prazo somente de associados, de empréstimos, repasses e refinanciamentos de outras entidades financeiras, e de doações. Podem conceder crédito, somente a associados, por meio de desconto de títulos, empréstimos, financiamentos, e realizar aplicação de recursos no mercado financeiro (Resolução CMN 3.106, de 2003).

## **2.4 MERCADO FINANCEIRO**

O Mercado Financeiro é conjunto dos mercados onde se negociam: Moedas, Mercado Monetário; crédito, Mercado de Crédito; câmbio, Mercado de Câmbio, participações de capital, Mercado de Capitais.

### **Conceitos e funções do Mercado Financeiro**

O Mercado Financeiro para Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2002) [...] é a reunião das instituições financeiras capazes de intermediar recursos. Sua principal atividade é captar recursos dos agentes superavitários, a quem remuneram; e aplicar os recursos por meio de empréstimos, aos agentes deficitários dos quais recebem juros. A atividade de intermediação reveste-se de situações de risco. Existe certa probabilidade de os tomadores de recursos não pagarem em dia os recursos a eles emprestados. Quanto maior o risco, maior a taxa de juros cobrada. Os aplicadores que se sujeitam a emprestar recursos para aplicações de maior risco exigem maior retorno sobre os

recursos emprestados. O Mercado Financeiro pode assumir diversas formas, conforme o tipo de intermediação de recursos realizada.

De acordo com Andrezo e Lima (2002 p.3):

O mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez de mercado.

Assim, pode-se dizer que “o mercado financeiro é o local onde o dinheiro é gerido, intermediado, oferecido e procurado, por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas”. Sob um ponto de vista financeiro, encontra-se, tradicionalmente, a divisão do mercado financeiro em basicamente duas categorias, levando-se em conta, principalmente o prazo das operações”.

\*\*\* RUDGE, Luis Fernando; CAVALCANTE, Francisco., Mercado de capitais, p. 36.

### **Divisões do Mercado Financeiro**

De acordo com Neto (2001) o mercado financeiro é subdividido em quatro: Mercado Monetário; Mercado de Crédito; Mercado de Câmbio e Mercado de Capitais.

#### **Mercado Monetário**

Neto (2001) [...] fala que o mercado monetário encontra-se estruturado visando ao controle da liquidez da economia. Os papéis são negociados nesse mercado tendo como parâmetro de referência a taxa de juros, que se constitui em sua mais importante moeda de transação. Os papéis que lastreiam as operações do mercado monetário caracterizam-se pelos reduzidos prazos de resgate e alta liquidez. As principais negociações são os papeis emitidos pelo Banco Central do Brasil voltados a execução da política monetária do Governo Federal e pelo Tesouro Nacional emitidos com o objetivo de financiar o orçamento público, além de diversos títulos públicos emitidos pelos Estados e Municípios. São ainda negociados no mercado monetário os certificados de depósitos interfinanceiros (CDI), exclusivamente entre instituições financeiras, e títulos de emissão privada, como certificado de depósito bancário (CDB) e debêntures.

#### **Mercado de Crédito**

Neto (2001) [...] descreve que o Mercado de Crédito visa fundamentalmente suprir as necessidades de caixa de curto e médio prazos dos vários agentes econômicos, seja por meio de da concessão de créditos às pessoas físicas ou empréstimos e

financiamentos às empresas. As operações desse mercado, dentro de uma política de especialização do Sistema Financeiro Nacional, são tipicamente realizadas por instituições financeiras bancárias. As atividades dos bancos, que visam principalmente reforçar o volume de captação de recursos, têm evoluído para um processo de diversificação e produtos financeiros e também na área de serviços prestados. Segundo o autor acima citado, muitas vezes, são também incluídas no âmbito do Mercado de Crédito as operações de financiamento de bens de consumo duráveis praticadas pelas sociedades financeiras.

### **Mercado de Câmbio**

De acordo com Melo (2007):

Mercado de câmbio é o segmento de mercado onde se realizam as operações de câmbio dos mercados de câmbio de taxas flutuantes e de taxas livres. Engloba as operações de compra e de venda de moeda estrangeira, as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes, domiciliados ou com sede no exterior e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas por intermédio das instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio pelo Banco Central.

### **Mercado de Capitais - Lei no. 4.728/65**

Para Neto (2001) o Mercado de Capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo. O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamentos de médio e longo prazos para capital de giro e capital fixo. Esse mercado oferece ainda financiamento com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações.

### **Divisão do Mercado de Capitais**

Segundo Melo (2007) o Mercado de Capitais é um sistema de valores mobiliários que proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabiliza o processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

### **Mercado não institucionalizado**

De acordo com Pinheiro (2001 p.42) “O Mercado não organizado é aquele no qual não há regra estrita para negociações e não há necessidade de existência de um lugar concreto para sua operacionalização”.

### **Mercado de Balcão**

Segundo Fortuna (2001):

o Mercado de Balcão é um mercado de títulos sem local físico determinado para a realização das transações. Elas se efetivam por meio do telefone, entre as instituições financeiras. Neste mercado, normalmente, são negociadas as ações de empresas não registradas nas bolsas de valores, além de outras espécies de títulos. O Mercado de Balcão é dito organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários administrado por entidade autorizada pela CVM.

### **Mercado Institucionalizado**

Para Pinheiro (2001 p. 42) “Um Mercado Organizado é aquele no qual são negociados grandes volumes de títulos de forma simultânea, geralmente num único lugar e dentro de determinados parâmetros. Como exemplo, podemos citar as bolsas de valores”.

### **Bolsa de Valores**

De acordo com Lemos Júnior, Rigo e Cherobim (2002) as bolsas de valores são sociedades civis sem fins lucrativos, mas até meados da década de 1960, as bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas as secretaria de finanças dos governos estaduais, sendo seus corretores nomeados pelo poder público. Somente após as alterações realizadas no sistema financeiro brasileiro e no mercado de capitais resultantes da reforma da reforma institucional do biênio 1964/1965, as bolsas foram transformadas em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

## **2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Governança corporativa é o conjunto de processos, costumes, políticas, leis, regulamentos e instituições que regulam a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada. O termo inclui também o estudo sobre as relações entre os diversos atores envolvidos (*stakeholders*) e os objetivos pelos quais as empresas se

orientam. As oito principais características da "boa governança" são: Participação; estado de direito; transparência; responsabilidade; orientação por consenso; igualdade e inclusividade; efetividade e eficiência; e, Prestação de conta (*accountability*).

Garcia (2005) [...] em seu trabalho monográfico define Governança Corporativa como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, através do estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas e da dinâmica e organização dos poderes. O mesmo autor reitera: “O termo governança corporativa foi criado no início da década de 1990 nos países desenvolvidos, mais especificamente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, para definir as regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia dos interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores” (2005 p.6). E ainda, que através da governança corporativa cria-se a “democracia societária”, sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior de onipotência e poder absoluto e discricionário do controlador ou grupo de controle.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – define:

“Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão”.

No Brasil a forma mais comum de criação de estruturas de controle minoritário é através da criação de ações sem direito a voto. A lei 6.404/76, que regula as sociedades anônimas no Brasil autorizou a emissão dessas até o limite de 2/3 do capital social da companhia, procurando compensar essas ações com preferências sobre o fluxo de caixa, razão pela qual foram denominadas ações preferenciais. Essa proporção foi posteriormente reduzida para 50% com o advento da lei nº 10.303/2001.

### **Segmento Novo Mercado**

Novo Mercado é a nomenclatura que se dá ao estágio mais avançado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. No Novo Mercado as companhias

comprometem-se de forma voluntária a aderirem a práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. As empresas listadas no Mercado devem possuir apenas ações ordinárias, ou seja, todas as ações têm direito a voto na Assembléia de Acionistas.

De acordo com Garcia (2005) o Novo Mercado é um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis I e II, que juntos com o Novo Mercado estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Ainda Garcia (2005), aborda as seguintes características do segmento de Governança Corporativa Novo Mercado: Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia; Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; Disponibilização de balanço anual seguindo as normas internacionais; Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; Prestação de informações sobre negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa; Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

### **Segmento Nível 1**

As Companhias Nível 1, de acordo com Garcia (2005), se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são: Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; Prestação de informações sobre

negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos; Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

### **Segmento Nível 2**

Para Garcia (2005) a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são: Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; Disponibilização de balanço anual seguindo as normas Internacionais; 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, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

### **3 INVESTIMENTO EMPRESARIAL**

O investimento é uma variável fundamental para o crescimento, desenvolvimento e prosperidade da economia de um país. Analisando esta variável se pode encontrar subsídios que contribuam para melhorar as políticas econômicas ligadas ao investimento, utilizando-as de melhor forma possível.

#### **3.1 SOCIEDADES ANÔNIMAS - Lei 6.404/76**

A Lei das Sociedades por Ações (6.404/76) é a lei que rege contabilmente as Sociedades Anônimas. Data de 15 de dezembro de 1976, tendo sido assinada pelo então presidente Ernesto Geisel, e é considerada por muitos uma cópia do *Model Business Corporation Act* (MBCA), o modelo federal de legislação societária dos Estados Unidos.

##### **Sociedade Anônima de Capital Fechado**

O Artigo 4º da Lei das Sociedades Anônimas informa que para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

##### **Sociedade Anônima de Capital Aberto**

O Artigo 4º da Lei das Sociedades Anônimas informa que para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). O Parágrafo 4º desse artigo fala que o registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

### 3.2 ACIONISTAS

Acionista é pessoa física ou jurídica, proprietária de ações dos tipos de sociedades anônimas. O acionista é o sócio capitalista que participa na gestão da sociedade na mesma medida em que detêm capital da mesma, tendo por isso, direitos de voto proporcionais a quantidade de ações que possui.

No caso da sociedade anônima, existe geralmente, um grande número de acionistas que não participam necessariamente na gestão da empresa, cujo único interesse é unicamente receber uma retribuição, em forma de dividendos ou juros em troca de seu investimento, tendo, no entanto, um interesse direto no conhecimento do desenvolvimento da sociedade.

Acionista é o proprietário de ações de uma empresa. Há dois tipos de acionistas: o majoritário e o minoritário. O majoritário é aquele que possui pelo menos metade das ações de uma companhia e mais uma ação. É quem detém o controle da companhia. O minoritário possui cotas pequenas de ações.

O Acionista Minoritário é o proprietário de ações com ou sem direito a voto, cujo total não lhe permite participar do controle da companhia.

Para Melo (2007 p.31):

“Os Acionistas Minoritários são donos de ações com direito a voto em uma quantidade que não permite sua participação no controle da companhia. Estes acionistas não têm em seu poder uma quantidade expressiva de ações com direito a voto, por isso não detêm poder de decisão”.

Acionista Majoritário ou Controlador: Pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Este usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

De acordo com Melo (2007 p.31):

acionistas Majoritários “são os acionistas controladores que podem ser compostos de pessoas físicas, jurídicas e grupo de pessoas vinculadas através de um acordo de voto ou sob controle comum. Eles detêm uma quantidade tal de ações com direito a voto que lhes permite manter o controle acionário de uma empresa. Usam efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, como também para eleger a maioria dos administradores da companhia”.

### **3.3 RISCO**

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2002 p. 135) definem Risco como sendo: “Possibilidade de prejuízo ou, mais formalmente, a variabilidade de retorno associado a determinado ativo”.

Segundo Neto (2001 p.255), “o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores”.

Ainda Neto (2001 p.255), “a idéia de risco, de forma mais específica está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda”.

#### **Risco Operacional**

De acordo com Brito (2005) [...] os Riscos Operacionais são os riscos de perdas diretas ou indiretas oriundas de falhas ou ausência de processos e controles adequados, na dimensão interna, ou perdas decorrentes de eventos externos, como catástrofes, crises sociais e problemas com infra-estrutura pública. E define ainda como probabilidade de perda financeira, direta ou indireta, resultante de inadequado gerenciamento dos controles internos gerais da instituição, compreendendo seus principais componentes e relacionamentos, ou seja, pessoas, tecnologia e processos na dimensão interna à instituição, e probabilidade de perda financeira decorrente de eventos externos à instituição, eventos decorrentes principalmente de problemas sociais, de infra-estrutura e conjuntura do país, estado ou cidade, que muitas vezes pode caracterizar o que se procura evitar: o risco sistêmico.

#### **Risco de Mercado**

De acordo com os autores Fortuna (2001) e Brito (2005), o Risco de Mercado é de fácil entendimento pois está relacionado com a variação do valor dos ativos (bens, serviços, índices, commodities). É o risco de ganhar ou perder montantes financeiros pela simples mudança dos preços dos ativos no mercado financeiro. Como o valor dos ativos negociados é determinado pelo mercado, a incerteza em relação ao valor futuro do ativo (cuja oscilação pode representar perdas ou ganhos) é o que caracteriza então o

Risco de Mercado. O risco de mercado é o risco global do mercado resultante de: Alteração na taxa de juros; divulgação de indicadores econômicos como inflação, crescimento, poupança, confiança do consumidor; crises políticas, escândalos, denúncias; crises financeiras ou bancárias, nacionais ou internacionais; guerras, revolução, atentados terroristas; grande oscilações nos mercados internacionais; mudanças de ordem política, alteração de ministérios importantes; alteração nas alíquotas de imposto pelo governo; aceitação pelo mercado de colocação de títulos públicos; classificação do risco do país pelos organismos internacionais; e, resultados de pesquisas de intenção de votos em períodos eleitorais.

### **Risco Legal**

Para Brito (2005), [...] o Risco Legal decorre de questionamentos jurídicos referentes às transações da instituição, que podem gerar perdas ou contingências não previstas quando da realização da transação. Principais tipos: Falta ou insuficiência de definição legal quando da realização da transação – risco contratual; perdas em processos judiciais – análise e defesa inadequadas; perdas com alteração na regulamentação vigente ou má avaliação da regulamentação quando da realização da transação – risco de regulamentação; perdas decorrentes de estabelecimento de novas regras tributárias não avaliadas e má interpretação de regras tributárias quando da realização da transação.

### **Risco de Crédito**

Brito (2005) [...] fala sobre o Risco de Crédito: “O risco de crédito inerente à maioria das transações em instituições financeiras, reveste-se de características especiais por ser um tipo de risco em que a perda pode chegar a 100% do valor da transação atualizada”. O ganho envolvido numa transação financeira de crédito é chamado de *spread* e representa a diferença entre o custo de capacitação e a receita obtida com o empréstimo de recurso captado (BRITO 2005).

## **3.4 RETORNO DO INVESTIMENTO**

De acordo com Pinheiro (2001 p. 280),

“o retorno sobre os investimentos pode ser compreendido como resultante de duas variáveis: o giro dos ativos e a margem operacional,

conforme a fórmula a seguir nos demonstra:  $ROI = GIRO \times MARGEM \text{ OPERACIONAL}$ ”.

O ROI é um acrônimo de *Return on Investment*, em português, Retorno do Investimento. Este índice financeiro mede o retorno de determinado investimento realizado e contabilizado em meses nos quais ele será amortizado para então começar a gerar lucros.

### **Lucro, eficácia empresarial e continuidade**

Lucro é o retorno positivo de um investimento feito por um indivíduo ou uma pessoa nos negócios. Este, pode ser originário do funcionamento (lucro operacional) e do crédito (lucro da gestão econômica).

Fala-se “as empresas são criadas para dar lucro”, se essa máxima é tida como verdade, então, a empresa que não der lucro, estará sendo ineficaz e com isso será fechada.

### **Lucro como remuneração de investimentos**

O lucro para uma Sociedade anônima de capital aberto será a direcionado para remuneração dos acionistas em formas de juros ou dividendos. Este valor será pago pelo capital investido naquela organização.

## **3.5 DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS**

Os demonstrativos contábeis são o conjunto de informações que devem ser obrigatoriamente divulgadas, anualmente, segundo a lei 6404/76, pela administração de uma sociedade por ações e representa a sua prestação de contas para os sócios e acionistas. A prestação anual de contas é composta pelo relatório da administração, as demonstrações contábeis e as notas explicativas que as acompanham, o parecer dos auditores independentes e o parecer do conselho fiscal.

### **Balanço patrimonial**

Morante (2007 p.1) apresenta a seguinte definição: “Balanço Patrimonial é a representação monetária, em determinado momento, do conjunto de bens, direitos, obrigações e valor patrimonial dos donos ou acionistas de uma identidade”.

Ainda Morante (2007), [...] o Balanço Patrimonial permite a identificação, no determinado momento, o total de ativos possuídos pela entidade, bem como o total de passivos que financiam aqueles ativos. Os recursos representados pelos passivos podem originar-se de terceiros, e a eles denominados passivos exigíveis; ou são próprios (sócios), e a eles denominamos patrimônio líquido, já que são passivos não exigíveis.

### **Demonstrativo do Resultado do Exercício**

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é uma demonstração contábil dinâmica que se destina a evidenciar a formação do resultado líquido em um exercício, através do confronto das receitas, custos e despesas, apuradas segundo o princípio contábil do regime de competência. Esta, oferece uma síntese financeira dos resultados operacionais e não operacionais de uma empresa em certo período. Embora sejam elaboradas anualmente para fins de legais de divulgação, em geral são feitas mensalmente para fins administrativos e trimestralmente para fins fiscais.

Para Morante (2007 p.6):

“Feita de forma dedutiva, a demonstração do resultado do exercício objetiva evidenciar de forma resumida as operações da empresa no exercício, iniciando-se pelas receitas que deduzidas dos tributos a elas referentes, dos custos e das despesas, sejam operacionais ou não operacionais, traduzindo ao seu final o resultado líquido”.

### **3.6 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS**

De acordo com Morante, a prática tem demonstrado que a análise das demonstrações contábeis contribui decisivamente na percepção dos problemas financeiros, má gestão empresarial, e que as empresas acostumadas a seu exercício têm se mostrado mais seguras, evitando perdas.

#### **Alguns Indicadores Econômicos**

Segundo Mellagi Filho e Ishikawa (2000), Para referencias o valor de muitas operações financeiras do Sistema Financeiro Nacional, podem ser utilizados diversos índices e indicadores, entre os quais relacionamos a seguir, os mais importantes para os títulos de crédito.

Principais taxas de juros: SELIC, Sistema Especial de Liquidação e de Custódia; TJLP, taxa de juros de longo prazo; TR Taxa referencial; TBF taxa básica financeira;

DCI Over é a média das taxas de juros das taxas de juros diárias praticadas pelo mercado bancário, especificamente do mercado de Certificado de Depósito Interbancário – CDI.

Principais índices de preços: IGP-DI, índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna; IGP-M, índice Geral de Preços do Mercado; IGP-M-10; IPC-Fipe, índice de preços ao Consumidor – Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas; Ufir, Unidade Fiscal de Referência.

### **Aspectos a serem observados no cálculo da rentabilidade**

De acordo com Melo (2007) os índices de rentabilidade têm por objetivo avaliar o desempenho final da empresa. A rentabilidade é o reflexo das políticas e das decisões adotadas pelos seus administradores, expressando objetivamente o nível de eficiência e o grau do êxito econômico-financeiro atingido.

### **Taxa de Retorno sobre o investimento (TRI)**

Melo (2007) fala-nos que a taxa Interna de Retorno (TIR), a exemplo do Valor Presente líquido (VPL), é uma das técnicas consideradas sofisticadas em análise de projetos, talvez mais do que o VPL. A TIR pode ser definida como a taxa de desconto que iguala os fluxos de caixa ao investimento inicial. Em outras palavras, é a taxa que faz com que o VPL seja igual a “0” (zero), ou seja, satisfaz a equação  $VPL = 0$ . Para se encontrar a TIR, pelo método algébrico, deve-se recorrer ao processo de tentativa e erro.

### **Taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido**

Para Melo (2007) a taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL) mede a remuneração dos capitais próprios investidos na empresa. E é obtida através da fórmula:

$$RPL = \frac{2 \times LL}{PLn + PLt} \times 100$$

Onde:

LL = Lucro Líquido do Exercício

PLn = Patrimônio Líquido do Exercício anterior

PLt = Patrimônio Líquido do Exercício atual

### **3.7 CONCEITOS DO MERCADO DE ENERGIA ELETRICA**

A energia elétrica é uma das formas de energia mais utilizadas no mundo. Ela é gerada, principalmente, nas usinas hidrelétricas, usando o potencial energético da água. Porém ela pode ser produzida também em usinas eólicas, termoelétricas, solares, nucleares entre outras. A energia elétrica é baseada na produção de diferenças de potencial elétrico entre dois pontos. Estas diferenças possibilitam o estabelecimento de uma corrente elétrica entre estes dois pontos. Para chegar ao consumidor final, depende de uma eficiente rede elétrica, composta por fios e torres de transmissão. É de fundamental importância para o desenvolvimento das sociedades atuais. Ela pode ser convertida para gerar luz, força para movimentar motores e fazer funcionar diversos produtos elétricos e eletrônicos que possuímos em casa (computador, geladeira, microondas, chuveiro, etc). A energia elétrica, produzida através das águas, sol e vento é considerada uma forma de energia limpa, pois apresenta baixos índices de produção de poluentes em todas as fases de produção, distribuição e consumo. Além disso, é uma fonte renovável, pois nunca irá se esgotar como acontecerá um dia com o petróleo.

#### **Geração de energia elétrica**

A geração de eletricidade é o primeiro passo na entrega da eletricidade aos consumidores. A eletricidade foi concebida com a finalidade de alimentar a tecnologia produzida pela humanidade. As primeiras plantas de energia funcionavam com madeira, e hoje possuímos como principais fontes, o petróleo, o gás natural, o carvão, o potencial hídrico e nuclear, o hidrogênio e a força dos ventos.

#### **Distribuição de energia elétrica**

A rede de distribuição de energia elétrica e de responsabilidade das companhias distribuidoras de eletricidade. Esta rede cobre a superfície de grandes redes de consumo unindo as subestações com os transformadores de distribuição. A rede de distribuição propriamente dita , opera com tensões na classe de 15 KV normalmente com 13800volts.

Esta rede cobre a superfície dos grandes centros de consumo (população, grandes indústria, etc.) unindo as subestações com os transformadores de distribuição ,

sendo este o ultimo estágio de redução de tensão , as tensões ao sair destes transformadores trabalham com tensões de (127/220 ou 220/380 ). Os estabelecimentos grandes como: predios, lojas, mercados consomem mais eletricidade, e nessecitam de transformadores mais fortes de 70kw, 100kw, 150kw e tambem só para eles normalmente a tensão é distribuida em 380volts. Casas e estabelecimentos menores tem um transformador para determinado bairro ou rua, os transformadores tambem são mais fracos normalmente com 30kw, 50kw, 70kw e a tensão é distribuida em 220volts. Todo o sistema de distribuição é protegido por fusiveis, em caso de curto a rede é desligada

### **ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica**

A ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica é uma autarquia sob regime especial (Agência Reguladora), vinculada ao Ministério das Minas e Energia, com sede e foro no Distrito Federal, com a finalidade de regular e fiscalizar a produção, transmissão e comercialização de energia elétrica, em conformidade com as Políticas e Diretrizes do Governo Federal. Foi criada em 1996, pela Lei nº 9.427, de 26 de dezembro de 1996, durante o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso. O quadro de pessoal efetivo da ANEEL, instituído pela Lei nº 10.871/2004, é composto por 365 cargos da carreira de Especialista em Regulação, 200 cargos da carreira de Analista Administrativos e 200 cargos da carreira de Técnicos em Regulação

A agência é administrada por uma diretoria colegiada, formada pelo Diretor-Geral e outros quatro Diretores, entre eles, o Diretor-Ouvidor. As funções executivas da ANEEL estão a cargo de vinte superintendentes. A maioria das superintendências se concentra em questões técnicas - regulação, fiscalização, mediação e concessão - e uma parte delas se dedica à relação da ANEEL com seu público interno e a sociedade. Nas questões jurídicas, a Procuradoria Federal representa a Agência. As competências da ANEEL estão previstas no art. 3º da Lei nº 9.724/96.

## 4 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta seção, foram abordados de forma analítica os procedimentos metodológicos utilizado no trabalho, caracterizando a pesquisa, definindo a população e amostra, o instrumento que utilizou para coletar os dados e os procedimentos de sua análise. A literatura apropriada foi objeto para o embasamento teórico.

Conforme Gil (1999):

a Pesquisa é o procedimento formal e sistemático de desenvolvimento do método científico, tendo objetivo principal, respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos. Em 2002, Gil definiu pesquisa como o processo formal e sistemático de desenvolver o método científico, objetivando fundamentalmente descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos.

### 4.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa terá uma abordagem quantitativa e qualitativa, caracterizando-se como exploratória e descritiva, através de um estudo de caso; que para Gil (1999), se trata de uma pesquisa que possui como características, estudo exaustivo e em profundidade de um ou poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado. Busca confrontar teorias relacionadas com o tema, utilizando como instrumento de coleta de dados, Demonstrações contábeis obtidas a partir da amostra definida.

De acordo com Richardson (1999, p.79), a pesquisa qualitativa é:

O método qualitativo difere, em princípio, do quantitativo à medida que não emprega um instrumento estatístico como base do processo de análise de um problema. Não pretende numerar ou medir unidades ou categorias homogêneas. Há muitos autores que não distinguem com clareza métodos quantitativos de qualitativos por entenderem que a pesquisa quantitativa é também, de certo modo, qualitativa.

Segundo Gil (1999, p.44), sobre pesquisa descritiva:

As pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados.

Nesta pesquisa será utilizado um tipo de tabela bastante conhecida entre os Administradores, onde serão feitas análises Horizontais e Verticais dos Balanços Patrimoniais e das Demonstrações de Relutado do exercício.

Pesquisa exploratória, sobre esta, Gil fala que (1999, p.43):

As pesquisas exploratórias têm como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias, tendo em vista, a formulação de problemas precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudo posteriores. De todos os tipos de pesquisa, estas são as que apresentam menor rigidez no planejamento. Habitualmente envolvem levantamento bibliográfico e documental, entrevistas não padronizadas e estudo de caso.

Esta Pesquisa em suas referências bibliográficas na forma de fonte de informações, utilizou-se da Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT.

## **Natureza Qualitativa**

A pesquisa qualitativa tem por finalidade o delineamento ou análise das características, de fatos ou fenômenos, a avaliação de programas ou o isolamento de variáveis principais ou chave.

Para (Oliveira, 1999, p. 117) a pesquisa qualitativa é aquela com que se pode:

[...] descrever a complexidade de uma determinada hipótese ou problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos experimentados por grupos sociais, apresentar contribuições no processo de mudança, criação ou formação de opiniões de determinado grupo e permitir, em maior grau de profundidade, a interpretação das particularidades dos comportamentos ou atitudes dos indivíduos.

## **4.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA**

Qual foi a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das empresas do setor de energia elétrica do segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, no período de 2005 a 2007?

## **4.3 OBJETIVOS**

### **4.3.1 Objetivo geral**

Analisar a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das empresas do setor de energia elétrica do segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, no período de 2005 a 2007.

### 4.3.2 Objetivos específicos

- Levantar dados econômicos e financeiros das empresas no período de 2005 a 2007;
- Verificar a evolução do Patrimônio Líquido e do Lucro Líquido de 2005 a 2007;
- Analisar a rentabilidade dos segmentos Novo Mercado, Nivel 1 e Nível 2 da Governança Corporativa da BM&F BOVESPA.

## 4.4 UNIVERSO E AMOSTRA

Para o entendimento sobre o que é o universo de uma pesquisa, Gil (1999, p.99) diz que, “é um conjunto definido de elementos que possuem determinadas características. Comumente fala-se de população como referencia ao total de habitantes de determinado lugar”. A pesquisa tem como Universo as empresas do setor de energia elétrica listadas no segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA.

Ainda citando Gil (1999, p.138), define amostra como um “subconjunto do universo ou da população, por meio do qual se estabelecem ou se estimam as características desse universo ou população”. A amostra desta pesquisa são 14 (Quatorze) empresas regulamentadas pela Lei n. 6.404/76, denominadas de Sociedades Anônimas de Capital Aberto, ou seja: 100% do universo pesquisado.

### Empresas do Universo/Amostra

Quadro com a discriminação das Empresas da Amostra

Razão Social	Nome no Pregão	Segmento
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS	N1
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC	N2
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP	N1
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG	N1
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL	N1
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA	NM
CTEEP - CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELETTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST	N1
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR	NM
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO	N2
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL	NM
LIGHT S.A.	LIGHT S/A	NM
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA	NM
TERNA PARTICIPACOES S.A.	TERNA PART	N2
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL	NM

QUADRO x – Relação das empresas do setor de energia  
Fonte: BM&F BOVESPA

#### **4.5 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS**

Os dados serão coletados através de pesquisas em documentos na forma de livros, relatórios contábeis administrativos e nas páginas da Web das empresas objeto deste estudo.

A pesquisa será realizada no período de julho de 2008 a Maio de 2009, envolvendo dados que se reportassem aos fatos, objeto do estudo, ocorridos entre agosto de 2007 e julho de 2008. As consultas contemplaram livros, documentos, revistas, artigos, web e outros que constam das referências bibliográficas e que contribuíram para fundamentar e colaborar com a resposta para o problema em questão.

De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas (NBR, 2000):

Qualquer suporte que contenha informação registrada, formando uma unidade, que possa servir para consulta, estudo ou prova. Inclui impressos, manuscritos, registros audiovisuais e sonoros, imagens, sem modificações, independentemente do período decorrido desde a primeira publicação.

A pesquisa documental dá ênfase para fontes de informações ainda não publicadas, que não receberam tratamento analítico ou não foram organizadas.

#### **Tratamento de dados**

Os dados coletados estão disponibilizados no corpo deste estudo na forma descritiva apurada em documentos, além de apresentação de quadros, tabelas e gráficos, obedecendo às normas da ABNT.

## 5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo apresentamos os dados coletados fazendo uma descrição do universo da pesquisa e a análise qualitativa.

### 5.1 EMPRESAS PARTICIPANTES DO NOVO MERCADO

A seguir faz-se uma apresentação das seis empresas que compõem a amostra da pesquisa. Estas organizações são integrantes do segmento de Governança Corporativa do Novo Mercado. São elas:

- CPFL Energia S.A.,
- EDP - Energias do Brasil S.A.,
- Equatorial Energia S.A., Light S.A.,
- MPX Energia S.A.
- Tractebel Energia S.A.

#### CPFL – ENERGIA S.A.

A CPFL Energia é uma *holding* que atua no setor elétrico brasileiro, através de subsidiárias dedicadas aos segmentos de distribuição, geração e comercialização de energia elétrica, nos mercados livre e regulado.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 01			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	4.796.048,0	946.407,0	19,7%
2006	4.866.277,0	1.404.096,0	28,9%
2007	4.954.834,0	1.643.436,0	33,2%
MÉDIA	4.872.386,3	1.331.313,0	27,3%

Tabela 01: Dados Econômicos e Financeiros da CPFL 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A CPFL Energia apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 19,7%, 28,9% e 33,2% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 27,3% na sua RPL.

## EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.

EDP Energias do Brasil é uma *holding* que detém investimentos no setor de energia, consolidando ativos de geração, comercialização e distribuição em seis Estados - São Paulo, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul, Tocantins, Ceará e Santa Catarina. Controlada pela EDP - Energias de Portugal, uma das maiores operadoras europeias no setor energético, a EDP Energias do Brasil abriu seu capital no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, em julho de 2005, aderindo aos mais elevados padrões de governança corporativa.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 02			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	3.509.750,0	439.406,0	12,5%
2006	3.705.592,0	394.120,0	10,6%
2007	3.910.325,0	436.235,0	11,2%
MÉDIA	3.708.555,7	423.253,7	11,4%

Tabela 02: Dados Econômicos e Financeiros EDP Energias 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ - Eletrobrás

EDP Energias do Brasil apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 12,5%, 10,6% e 11,2% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 11,4% na sua RPL.

## EQUATORIAL ENERGIA S.A.

Com atuação no setor elétrico, a Equatorial Energia é uma *holding* com presença nos estados do Maranhão e do Rio de Janeiro.

No Maranhão, a Equatorial Energia controla a Geranorte e a CEMAR (Companhia Energética do Maranhão), a única concessionária de distribuição de energia elétrica no estado, que possui área de atuação de 333 mil km<sup>2</sup> - cerca de 3,9% do território brasileiro, sendo a 2<sup>a</sup> maior distribuidora do Nordeste do Brasil em termos de área de concessão. A CEMAR possui 1,5 milhão de clientes, atendendo a cerca de 6,2 milhões de habitantes – ou 3,3% da população do Brasil.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 03			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	525.037,0	228.846,0	43,6%
2006	724.537,0	125.410,0	17,3%
2007	726.816,0	154.444,0	21,2%
MÉDIA	658.796,7	169.566,7	29,3%

Tabela 03: Dados Econômicos e Financeiros Equatorial Energia 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A Equatorial Energia apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 43,6%, 17,3% e 21,2% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 29,3% na sua RPL.

#### LIGHT S.A.

Integrado pelas empresas Light S.A. (*holding*), Light Serviços de Eletricidade S.A (distribuidora), Light Esco Ltda. (comercializadora) e Light Energia S.A. (geração e transmissão), o Grupo está presente em 31 municípios do estado do Rio de Janeiro. Tem 3,8 milhões de clientes e um controlador inteiramente nacional - a Rio Minas Energia Participações S.A. (RME).

Com 52,2% do capital social total e votante da companhia, a RME é composta pela Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Andrade Gutierrez Concessões S.A. (AG Concessões), Pactual Energia Participações S.A. (Pactual Energia) e LUCE Brasil Fundo de Investimentos em Participações (LUCE). Os 47,8% restantes das ações pertencem aos acionistas minoritários, sendo 33,7% ao BNDESPAR.

Sob o controle da RME, a Light inaugurou uma nova fase em sua história. A empresa está associada a projetos voltados para a elevação da qualidade de vida da população, contribuindo para o desenvolvimento econômico e social por meio da melhoria da infra-estrutura de energia, vital para qualquer atividade.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 04			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	1.699.498,0	242.844,0	14,3%
2006	1.704.618,0	(150.491,0)	-6,2%
2007	2.220.355,0	1.077.241,0	48,5%
MÉDIA	1.874.823,7	439.978,2	18,9%

Tabela 04: Dados Econômicos e Financeiros Light S.A 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A Light apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 14,3%, -6,2% e 48,5% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 18,9% na sua RPL.

## MPX ENERGIA S.A.

Criada em 2001, a MPX Energia S.A iniciou suas atividades no setor elétrico a partir do desenvolvimento de uma termelétrica no estado do Ceará. Em parceria com a companhia americana *MDU Resources Group* e com investimento de US\$ 150 milhões, a Termoceará, com capacidade de geração de 220 MW, movida a gás natural, foi construída no tempo recorde de 10 meses. Com este empreendimento a empresa demonstrou sua capacidade de implantar projetos com prazos e custos extremamente competitivos.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 05			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	8.424,0	(2.048,0)	-24,3%
2006	6.635,0	(1.789,0)	-27,0%
2007	1.818.861,0	(104.139,0)	-5,7%
MÉDIA	611.306,7	(35.992,0)	-19,0%

Tabela 05: MPX Energia S.A.

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ - Eletrobrás

A MPX Energia apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de -24,3%, -27,0% e -5,7% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de -19,0% na sua RPL.

## TRACTEBEL ENERGIA S.A.

A Tractebel Energia, com sede na cidade de Florianópolis, Estado de Santa Catarina, responsável por cerca de 8% da geração total do país, é a líder em geração privada de energia elétrica no Brasil. Seu parque gerador, com 16 usinas hidrelétricas e termelétricas nos Estados do Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Goiás, tem capacidade instalada de 6.144 MW. Duas destas usinas, totalizando 50 MW, foram adquiridas em julho de 2008, estando a transação condicionada à aprovação de órgãos competentes.

Companhia da *SUEZ Energy International*, pertencente ao Grupo franco-belga GDF SUEZ, a Tractebel Energia conta com aproximadamente 900 colaboradores no país e tem como maiores clientes as concessionárias de distribuição de energia e indústrias - além de prestar serviços associados, como a implantação de instalações de co-geração, operação e manutenção de equipamentos de produção de energia e monitoramento da qualidade da energia.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 06			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	2.685.961,0	920.096,0	34,3%
2006	2.764.571,0	979.146,0	35,4%
2007	2.816.853,0	1.045.627,0	37,1%
MÉDIA	2.755.795,0	981.623,0	35,6%

Tabela 06: Tractebel energia S.A. Dados Econômicos e Financeiros 2005/2007  
 Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A Tractebel Energia apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 34,3%, 35,4% e 37,1% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 35,6% na sua RPL.

## 5.2 EMPRESAS PARTICIPANTES DO NÍVEL 1

São objetos de estudo as empresas do setor elétrico brasileiro que estão inseridas no Nível 1 no segmento de Governança Corporativa. São as cinco: Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRÁS, Companhia Energética de São Paulo – CESP, Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG, Companhia Paranaense e Energia - COPEL e, a Companhia Transmissão Energia Elétrica Paulista – CTEEP.

### CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETROBRÁS

É a maior companhia do setor de energia elétrica da América Latina Criada em 1962, a Eletrobrás (Centrais Elétricas Brasileiras S.A.) lidera um Sistema composto de seis subsidiárias, de seis distribuidoras, do Centro de Pesquisas de Energia Elétrica (CEPEL) e da Eletrobrás Participações S.A. (ELETROPAR), além de possuir metade do capital de Itaipu binacional.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 07			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	75.714.890,0	974.589,0	1,3%
2006	74.427.930,0	1.161.318,0	1,6%
2007	76.151.611,0	1.547.857,0	2,0%
MÉDIA	75.431,477,0	1.227.921,3	1,6%

Tabela 07: Dados Econômicos e Financeiros Eletrobras 2005/2007  
 Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ - Eletrobrás

A Eletrobrás apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 1,3%, 1,6% e 2,0% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 1,6% na sua RPL.

#### CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO

A CESP foi constituída, em 5 de dezembro de 1966, como Centrais Elétricas de São Paulo a partir da fusão de 11 empresas de energia elétrica. O objetivo era centralizar o planejamento e racionalização dos recursos do estado de São Paulo no setor energético.

Das 11 fusionadas, cinco eram empresas de economia mista com participação majoritária do governo estadual. Eram elas: Usinas Elétricas do Paranapanema (USELPA), Companhia Hidroelétrica do Rio Pardo (CHERP), Centrais Elétricas de Urubupungá (CELUSA), Bandeirante de Eletricidade e Companhia Melhoramentos de Paraibuna (COMÉPA). Duas dessas empresas estatais englobavam seis empresas particulares. A Cherp detinha o controle acionário da Central Elétrica de Rio Claro (SACERC) e de suas associadas, a Empresa Melhoramentos de Mogi Guaçu, a Companhia Luz e Força de Jacutinga e a Empresa Luz e Força de Mogi Mirim. A Belsa controlava a Companhia Luz e Força de Tatuí e a Empresa Luz e Força Elétrica de Tietê.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 08			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	7.064.827,0	(195.761,0)	-2,8%
2006	10.146.462,0	(118.365,0)	-1,2%
2007	10.325.053,0	178.591,0	1,7%
MÉDIA	9.178.780,7	(135.535,0)	-1,5%

Tabela 08: Dados econômicos e Financeiros CESP 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A CESP apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de -2,8%, -1,2% e 1,7% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de -1,5% na sua RPL.

## COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG

A CEMIG atua nas áreas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. O grupo CEMIG é constituído por 40 empresas e sete consórcios. É controlado por uma *holding*, com ativos e negócios em vários estados do Brasil. Possui, também, investimentos em distribuição de gás natural, transmissão de dados e está construindo uma linha de transmissão de energia elétrica no Chile. Na área de distribuição de energia elétrica, a CEMIG é responsável por aproximadamente 12% do mercado nacional. Atualmente, a Companhia é um dos maiores grupos empresariais do setor energético brasileiro. O Grupo EMIG atua em Minas Gerais e em mais 10 estados brasileiros e no Chile.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 09			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	7.184.855,0	2.003.399,0	27,9%
2006	7.522.453,0	1.718.841,0	22,8%
2007	8.390.177,0	1.735.449,0	20,7%
MÉDIA	7.699.161,7	1.819.229,7	23,8%

Tabela 09: Dados Econômicos e Financeiros CEMIG 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A CEMIG apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 27,9%, 22,8% e 20,7% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 23,8% na sua RPL.

## COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL

A COPEL - Companhia Paranaense de Energia, maior empresa do Estado, foi criada em 26 de outubro de 1954, com controle acionário do Estado do Paraná, abriu seu capital ao mercado de ações em abril de 1994 (BM&F Bovespa) e tornou-se em julho de 1997 a primeira do setor elétrico brasileiro listada na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Sua marca também está presente, desde junho de 2002, na Comunidade Econômica Européia, com seu ingresso na Latibex – o braço latino-americano da Bolsa de Valores de Madri. A partir do dia 7 de maio de 2008, as ações da Copel passaram a integrar oficialmente o Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F Bovespa.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 10			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	5.487.183,0	502.377,0	9,2%
2006	6.376.270,0	1.242.680,0	19,5%
2007	7.236.177,0	1.106.610,0	15,3%
MÉDIA	6.366.543,3	950.555,7	14,7%

Tabela 10: Dados Econômicos e Financeiros COPEL 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A COPEL apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 9,2%, 19,5% e 15,3% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 14,7% na sua RPL.

### COMPANHIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA - CTEEP

A Companhia Transmissão Energia Elétrica Paulista - CTEEP é resultado da cisão de ativos da Companhia Energética de São Paulo (CESP), que se deu em fevereiro de 1999, em função do programa de privatização do governo paulista.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 11			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	3.827.304,0	468.277,0	12,2%
2006	3.745.505,0	117.752,0	3,1%
2007	3.948.141,0	855.483,0	21,7%
MÉDIA	3.840.316,7	480.504,0	12,5%

Tabela 11: Dados Econômicos e Financeiros CTEEP 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A CTEEP apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 12,2%, 3,1% e 21,7% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 12,5% na sua RPL.

### 5.3 EMPRESAS PARTICIPANTES DO NÍVEL 2

Dentro do escopo da pesquisa, encontramos as seguintes empresas no Nível 2 do Segmento de Governança Corporativa: Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. – CELESC, ELETROPAULO Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., Terna Participações S.A..

## CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA S.A.

As Centrais Elétricas de Santa Catarina – CELESC, foi criada em dezembro de 1955 pelo decreto estadual nº 22, assinado pelo governador Irineu Bornhausen. Até a metade do século, as necessidades energéticas do estado eram supridas por pequenos e médios sistemas elétricos regionalizados, geralmente mantidos pela iniciativa privada. Ainda na primeira década do século, por exemplo, Blumenau já dispunha de um rudimentar sistema de iluminação pública. Lá, a Usina Hidrelétrica Salto Weissbach, datada de 1916, significou uma evolução dos pequenos geradores mantidos pelo espírito empreendedor dos imigrantes desde a virada do século. A Usina Salto foi definitiva para a extraordinária expressão industrial de todo o Médio Vale do Itajaí.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 12			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	1.043.075,0	207.478,0	19,9%
2006	1.205.980,0	213.646,0	17,7%
2007	1.453.363,0	345.990,0	23,8%
MÉDIA	1.234.139,3	255.704,7	20,5%

Tabela 12: Dados Econômicos e Financeiros CELESC 2005/2007  
Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A CELESC apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 19,9%, 17,7% e 23,8% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 20,5% na sua RPL.

## ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.

A ELETROPAULO distribui energia elétrica para 24 municípios da região metropolitana de São Paulo - incluindo a Capital - que, juntos, abrigam uma população de 16,5 milhões de habitantes. A área de concessão atendida pela empresa abrange 4.526 km<sup>2</sup> e concentra a região socioeconômica mais importante do país com 5,6 milhões de unidades consumidoras. Em faturamento, a AES Eletropaulo é a maior distribuidora de energia elétrica da América Latina.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 13			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	1.955.328,0	(340.877,0)	-17,4%
2006	2.196.051,0	373.371,0	17,0%
2007	3.321.788,0	712.631,0	21,5%
MÉDIA	2.491.055,7	248.375,0	10,0%

Tabela 13: Dados Econômicos e Financeiros ELETROPAULO 2005/2007

Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A ELETROPAULO apresentou nos anos de 2005, 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de -17,4%, 17,0% e 21,5% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 3(três) anos de 10,0% na sua RPL.

#### TERNA PARTICIPACOES S.A.

A Terna Participações S.A. (“Terna” ou a “Companhia”) é uma sociedade holding que opera por meio de duas subsidiárias: TSN – Transmissora Sudeste–Nordeste S.A. (“TSN”) e Novatrans Energia S.A. (“Novatrans”). As atividades da Terna são a implementação, operação e manutenção de instalações de transmissão de energia elétrica no Brasil.

Atualmente, a Companhia é o segundo maior grupo de transmissão de energia elétrica não estatal do Brasil (e o terceiro maior do setor considerando as empresas estatais), em termos de receita anual permitida (“RAP”). Na mesma data, a Terna detinha participação de 8,2% na RAP total auferida pelas concessionárias de serviço público de transmissão de energia elétrica no Brasil considerando-se as participações combinadas das subsidiárias da Companhia, conforme dados da ANEEL.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 14			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2006	1.315.755,0	96.442,0	7,3%
2007	1.380.515,0	214.251,0	15,5%
MÉDIA	1.348.135,0	155.346,5	11,5%

Tabela 14: Dados Econômicos e Financeiros TERNA 2005/2007

Fonte: BM&amp;F BOVESPA

A Terna Participações apresentou nos anos de 2006 e 2007 a restabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL) de 7,3% e 25,5% respectivamente, o que lhe rendeu uma média nesses 2(dois) anos de 11,5% na sua RPL.

## 5.4 MÉDIA DOS RESULTADOS

Nesse item será calculado a média das empresas por ano para que seu resultado sirva de subsídio para a constatação da existência de alguma ligação entre Rentabilidade versus governança corporativa.

### Média dos resultados das empresas do Novo Mercado

Essa tabela 15 é resultado das médias das seis empresas presentes nesse estudo que pertencem ao nível mais elevado de governança corporativa que é o novo Mercado.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 15			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	2.204.119,7	462.591,8	21,0%
2006	2.295.371,7	458.415,3	20,0%
2007	2.741.340,7	708.807,3	25,9%
MÉDIA	2.413.610,5	543.271,5	22,6%

**Tabela 15:** Média dos Resultados Empresas NOVO MERCADO 2005/2007  
Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A tabela 15 apresenta a média calculada das 6(seis) empresas pesquisadas que atingiram o nível máximo da governança corporativa, o Novo Mercado. Consta-se que a média dos resultados desses 3(três) anos de estudo é de 22,6% de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

### Gráfico com evolução do PL e LL do Novo Mercado 2005-2007

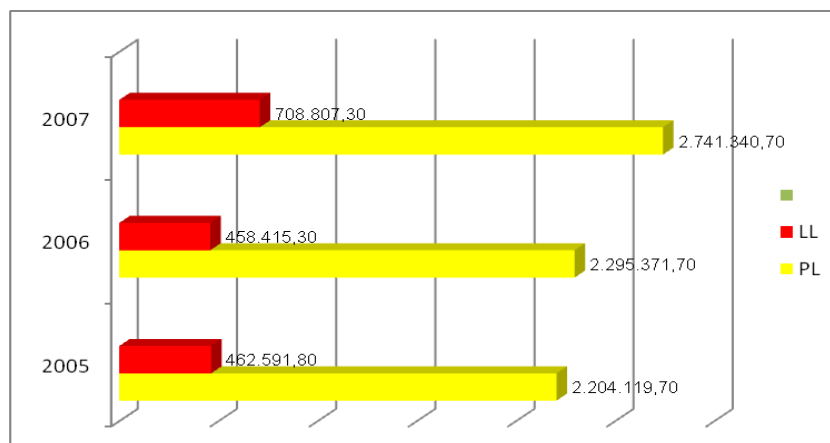


Gráfico 01: Evolução anual do PL e LL do Novo Mercado 2005-2007  
Fonte: Tabelas da Pesquisa

O gráfico 01 apresenta a evolução dos indicadores das empresas que compõem o segmento Novo Mercado. Com relação ao Patrimônio Líquido constata-se que houve um crescimento de 24,37% entre 2005 e 2007. O Lucro Líquido neste período cresceu 53,23%.

### Média dos resultados das empresas do Nível 1

Essa tabela 16 é resultado das médias das cinco empresas presentes nesse estudo que pertencem ao nível 1 de governança corporativa, que é o primeiro estágio.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 16			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	19.855.811,8	750.576,2	3,8%
2006	20.443.724,0	824.445,2	4,0%
2007	21.210.231,8	1.084.798,0	5,1%
MÉDIA	20.503.255,9	886.606,5	4,3%

Tabela 16: Média dos Resultados NÍVEL 1 2005/2007  
Fonte: Séries 2007 e 2008 UFRJ – Eletrobrás

A tabela 16 apresenta a média calculada das 5(cinco) empresas pesquisadas que atingiram o nível 1 de governança corporativa. Constata-se que a média dos resultados desses 3(três) anos de estudo é de 4,3% de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

### Gráfico com evolução do PL e LL do Nível 1 de 2005-2007

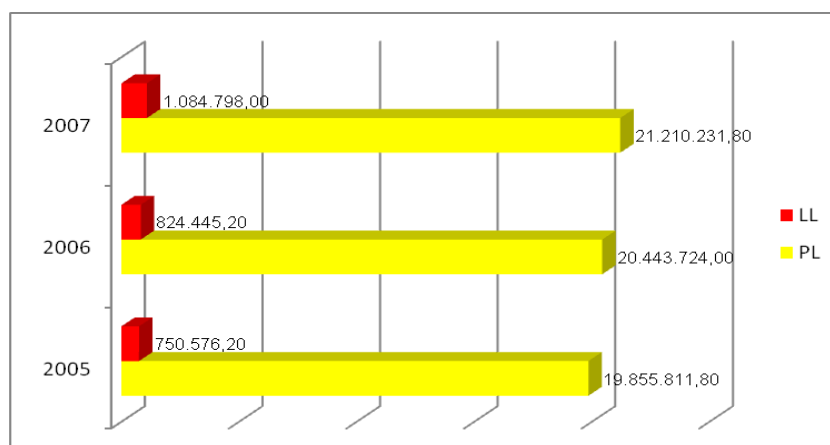


Gráfico 02: Evolução anual do PL e LL do Nível 1 de 2005-2007  
Fonte: Tabelas da Pesquisa

O gráfico 02 mostra que o Patrimônio Líquido do segmento de Nível 01 obteve uma evolução de 6,82%, enquanto o Lucro Líquido evoluiu 44,53% no período de 2005 a 2007.

### Média dos resultados das empresas do Nível 2

Essa tabela 17 é resultado das médias das três empresas presentes nesse estudo que pertencem ao nível 2 de governança corporativa, que é o segundo estágio.

(Valores em R\$ mil)

TABELA 17			
ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	LUCRO LÍQUIDO	RPL (%)
2005	1.499.201,5	(66.699,5)	-4,4%
2006	1.572.595,3	227.819,7	14,5%
2007	2.051.888,7	424.290,7	20,7%
MÉDIA	1.707.895,2	195.137,0	11,4%

Tabela 17: Média dos Resultados NIVEL 2 2005/2007  
Fonte: BM&F BOVESPA

A tabela 17 apresenta a média calculada das 3(três) empresas pesquisadas que atingiram o nível 2 de governança corporativa. Consta-se que a média dos resultados desses 3(três) anos de estudo é de 11,4% de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

### Gráfico com evolução do PL e LL do Nível 2 de 2005-2007

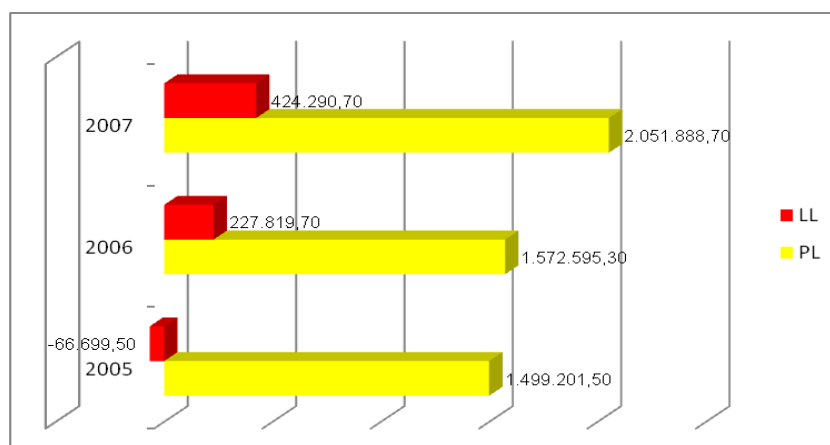


Gráfico 03: Evolução anual do PL e LL do Nível 1 de 2005-2007  
Fonte: Tabelas da Pesquisa

O gráfico 03 demonstra que houve um crescimento PL correspondente ao Nível 2 do Segmento de GC da ordem de 36,87% , enquanto o LL foi de 736,12%

### Comparativo das Médias dos Segmentos de GC 2005/2007

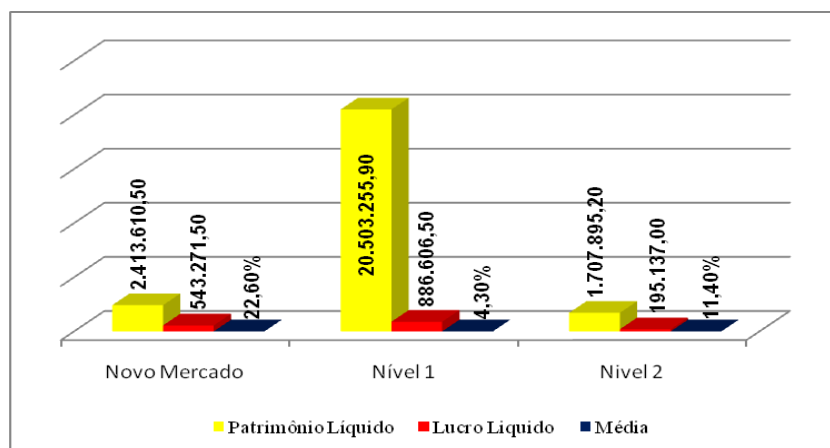


Gráfico 04: Comparativo das Médias dos Segmentos GC 2005/2007  
Fonte: Tabelas da Pesquisa

De acordo com os dados levantados nas tabelas que compõem este capítulo, o gráfico apresenta a média de cada segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, sendo que o Novo Mercado obteve uma média de Patrimônio Líquido de R\$ 2.413.610,00 para uma média de R\$ 543.271,50 de Lucro Líquido, correspondente a 22,60% de retorno; no Nível 1 a média do PL foi de R\$ 20.503.255,00 para uma média do LL de R\$ 886.606,50, correspondente a 4,30% de rentabilidade. Já para o Nível 2 a média do PL atingiu o montante de R\$ 1.707.895,20 para uma média de LL de R\$ 195.137,00, correspondente a 11,40% de rentabilidade.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

A Energia elétrica é uma das formas de energia que o homem mais depende e utiliza na atualidade, graças a sua facilidade de transporte e baixo índice de perda energética durante conversões. No Brasil a maior quantidade de energia elétrica produzida provém de usinas hidrelétricas. Em regiões rurais e mais distantes das hidrelétricas centrais, têm-se utilizado energia produzida em usinas termoelétricas. Atualmente estão sendo discutidas fontes alternativas para a produção de energia elétrica, pois a falta de chuvas em algumas regiões está causando um grande déficit na oferta de energia elétrica durante alguns períodos do ano.

As empresas objeto deste estudo participam ativamente do segmento que aderiu às boas práticas da governança corporativa. Já existe no mercado a idéia de que governança corporativa tem o mesmo peso que os indicadores financeiros quando avaliam decisões de investimento. Estudos comprovam que investidores profissionais se dispõem até mesmo a pagar um grande ágio para investir em empresas com altos padrões de governança. Em sua essência a governança corporativa tem como principal objetivo recuperar e garantir a confiabilidade em uma determinada empresa para os seus acionistas.

O estudo levantou definições a respeito da estrutura do sistema financeiro nacional bem deu ênfase aos conceitos de das boas práticas de governança corporativa; que se trata de uma realidade na adequação das empresas ao mercado de investidores. Mercado este que vem crescendo de forma acelerada, onde os poupadores hoje começam a enxergar que a poupança e os fundos de renda fixa estão rentabilizando cada vez menos, e começam a visualizar uma ótima oportunidade de maiores ganhos na compra de ações. O que vem ocorrendo é que as empresas tomando conhecimento desse público procuram exercer práticas e atitudes administrativas que as tornem mais atrativas aos olhos dos investidores.

Quanto ao objetivo de analisar a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das empresas do setor de energia elétrica do segmento de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, no período de 2005 a 2007, a pesquisa buscou levantar dados econômicos e financeiros das empresas no período correspondente, através de seus demonstrativos publicados nos relatórios de administração, verificou a evolução do Patrimônio Líquido e do Lucro Líquido de 2005 a 2007. Assim sendo, pode-se concluir que, de uma maneira geral, que as companhias participantes do segmento do Novo

Mercado obtiveram com um patrimônio líquido em média de R\$ 2.413.610,50, no período, bem inferior às do Nível 1 em média de R\$ 20.503.255,90, e um pouco superior às do Nível 2 R\$ 1.707.895,20, um Lucro Líquido bastante considerável de R\$ 543.271,50, contra R\$ 886.606,50 das de Nível 1 e R\$ 195.137,00. Ou seja, com um investimento próprio em patamar inferior conseguiu um retorno de 22,6%, contra 4,3% do Nível 1 e 11,4% do Nível 2

Por outro lado, as companhias do Novo Mercado tiveram uma evolução Patrimônio Líquido de 24,37% no período estudado e no Lucro Líquido de 53,23%. Enquanto que as empresas do Nível 2 ficaram com evolução de 6,82% no PL e 44,53% no LL. Já as de Nível 2, o PL cresceu 36,87% , enquanto o LL que no ano de 2005 registrou um prejuízo de R\$ 66.699,50, recuperou-se no ano seguinte e atingiu a partir um crescimento de 195% aproximadamente.

O que se concluiu é que as empresas que participam do Novo Mercado e que estão num nível de exigências quanto às boas praticas da Governança Corporativa, atingiram no período resultados mais consistentes do ponto de vista da evolução dos capitais investidos pelos sócios, assim como obtiveram lucros que asseguram uma maior rentabilidade sobre os recursos investidos.

## REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4.ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

BRITO, Osias. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Saraiva 2005.

CASTRO, Nivalde J. de; MARQUES, José Augusto V.C.; ROSENTAL, Rubens; ROCHA, Camila Guimarães. **Séries 2007: Séries econômico – financeiras das empresas dos setor de energia elétrica**. Rio de Janeiro: UFRJ, Instituto de economia: Eletrobrás , 2007.

CASTRO, Nivalde J. de; MARQUES, José Augusto V.C.; ROSENTAL, Rubens; MORCH Rafael Borges; CASTRO, Gisele de Souza. **Séries 2008: Séries econômico – financeiras das empresas dos setor de energia elétrica**. Rio de Janeiro: UFRJ, Instituto de economia: Eletrobrás , 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 14.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed. 2001.

GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2005.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudia Miessa; CHEROBIM, Ana paula Mussi Szabo. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campos, 2002.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. Editora Atlas, 2000.

MELO, George Washington Alves de. **Administração Financeira II**. João Pessoa: 2008.

MORANTE, Antônio Salvador. **Análise das Demonstrações Financeiras: aspectos contábeis da demonstração de resultado e do balanço patrimonial**. São Paulo: Atlas, 2007.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

**BIBLIOGRÁFIAS CONSULTADA**

CASSAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. **Análise de Investimentos:** matemática financeira, engenharia econômica, tomada de decisão, estratégia empresarial. 9.ed.. São Paulo: Atlas, 2000.

HAUGEN, Robert A. **Os Segredos da Bolsa:** Como prever resultados e lucrar com ações. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2000.

LIMA, Manolita Correia. **Monografia:** a engenharia da produção acadêmica. São Paulo: Saraiva, 2004.

LUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das sociedades por ações:** Aplicável também as demais sociedades. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1991.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros.** 5.ed. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 2000.

RIBEIRO, Osni Moura. **Contabilidade Fácil:** Básica. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 1986

SPATA, Andréa V. **Métodos de Pesquisa:** Ciências do Comportamento e Diversidade Humana. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira.** 10. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

## ANEXOS

### Anexo A: MERCADO DE ENERGIA LIMPA



Sérgio Abranches é mestre em Sociologia pela UnB, PhD em Ciência Política pela Universidade de Cornell e Professor Visitante do Instituto Coppead de Administração, UFRJ.

#### **Mercado de energia limpa: bolha ou tendência?**

18/07/2007, 09:03

A Comissão Européia acaba de divulgar um relatório mostrando o crescimento continuado do consumo de eletricidade, apesar de todas as políticas de redução de emissões adotadas recentemente. Com as economias crescendo, aumentou o consumo da indústria, do setor de serviços e residencial. Essa constatação está sendo recebida como um sinal de que até o ano que vem, países europeus e, provavelmente, a própria Comissão emitirão novas regulamentações voltadas para a economia de energia e a redução das emissões de gases estufa. No consumo residencial, por exemplo, três áreas deverão ser objeto de nova e mais restritiva regulação: lâmpadas incandescentes, aquecedores elétricos de água e aparelhos eletrônicos com stand-by (espera). No setor industrial, o que se espera é mais restrição e incentivo para acelerar o processo de conversão para padrões de baixo carbono. As estrelas desse esforço devem ser as energias alternativas limpas e a inteligência energética, voltada para produtos de menor consumo e para a conservação de energia

Mas não é só o consumo de energia que está crescendo. Os investimentos em energia limpa estão em expansão acelerada. As preocupações com as dificuldades em converter comportamentos de consumo e padrões de produção para baixos teores de carbono também aumentam e dominam a agenda de políticas públicas em todos os países sérios do mundo. A defasagem entre a consciência da seriedade do desafio climático e as ações para seu enfrentamento está na ordem do dia. Tanto governos, quanto empresas se mobilizam para colocar a prática econômica em sintonia com a teoria e os diagnósticos.

#### **Fora de foco**

Energia passou a ser o tema central da discussão econômica, no mundo todo. O que tem marcado esse debate, centrado nas opções energéticas e nos modos pelos quais se pode acelerar o processo de conversão para o padrão de baixo carbono, é a necessidade de diversificação, de investimento em pesquisa e desenvolvimento de tecnologias limpas e de esforço concentrado em “inteligência energética”.

Essas são as questões-chave em todos os países do mundo com economias complexas. Mas não no Brasil. Aqui a discussão sobre esse assunto tem sido muito pobre. Seu ponto central tem sido as dificuldades criadas pelo Ibama para liberar hidrelétricas, que se têm mostrado mal planejadas e cujos planos desprezam as variáveis ambientais. Os outros pontos da política governamental são: a reativação do discutível programa nuclear e o biocombustível, único item que pertence, de fato, à agenda energética para o século XXI no Brasil, ao qual, porém, não têm sido aplicadas as precauções necessárias.

Os programas de incentivos na área de ciência e tecnologia têm o foco ajustado pelo retrovisor, entre outras coisas, estimulam o uso do carvão, um contra-senso sem explicação possível. O PROINFA, programa para fontes alternativas de energia, só tem contemplado a biomassa, despreza a eólica e a solar e está muito aquém do programado. Ele já é modesto para os padrões atuais de investimento em fontes alternativas e nem deslanchou direito, apesar de ter sido aprovado em 2002.

#### **Mercado em mutação**

O mercado de energia foi para o centro da nova agenda econômica e política global dominada pela

mudança climática por razões óbvias. Ele é dominado por um padrão de alto-carbono e dependente de duas fontes fósseis, de alta emissão de gases estufa. Ele está vivendo uma fase de grande dinamismo, com investimentos crescentes no uso de fontes alternativas renováveis, na pesquisa tecnológica, no investimento em novas empresas e em “inteligência energética”: informação, conhecimento e conservação de energia.

Mas não é só o risco climático que emula toda essa atividade. O mercado de petróleo vive, também, um momento de transição. Algumas análises indicam que os preços do petróleo devem ter um comportamento decrescente ao longo dos próximos anos, em virtude da entrada de novos fornecedores e desenvolvimento de novas fontes de suprimento. Mas há quem pense exatamente o contrário: que a era do petróleo barato acabou. Essa é, por exemplo, a tese contida no relatório recente sobre o “Futuro do Petróleo” do CERES, uma rede de investidores e ambientalistas que se dedica à promoção da governança corporativa social e ambientalmente responsável. Ele arrola uma série de argumentos de analistas de mercado e especialistas em petróleo e energia, cuja síntese é a seguinte: vários fatores de mercado, políticos e geopolíticos convergem para manter os preços do petróleo, nos próximos dez anos, em um patamar médio superior ao que prevaleceu nos últimos dez anos. Esses preços devem oscilar entre US \$ 50.00 e US \$ 75.00, com picos, em circunstâncias de maior pressão, bem superiores.

Os preços do petróleo nunca foram exclusivamente determinados pelas forças de mercado. Sempre tiveram determinantes políticos e geopolíticos. Agora não é diferente. A instabilidade no Iraque, que independe da saída ou permanência das tropas dos EUA em seu território, e o conflito intratável no Oriente Médio respondem por boa parte da pressão geopolítica sobre o mercado petrolífero. Por outro lado, o ritmo de esgotamento de reservas, hoje, é superior ao de novas descobertas, um fator de restrição importante pelo lado da oferta. Além disso, a maioria dos analistas alerta para a inexistência de um colchão suficiente de reservas de óleo nos principais mercados consumidores, para reduzir o impacto de uma eventual redução de oferta. Pelo lado da demanda, a tendência global à maior regulação das fontes de emissão de gases de efeito estufa deve refrear o consumo de combustíveis fósseis e, ao mesmo tempo, estimular o uso de fontes alternativas.

Não é só o mercado de petróleo que sofre influência da política e da geopolítica. O mercado de energias alternativas, ou renováveis, também. Isso para não falar, destacadamente, da energia nuclear, a cujas implicações geopolíticas soma-se a preocupação aguda com a expansão do terrorismo.

### **Energia no Mercado de Capitais**

Esse cenário de um patamar médio bem mais alto de preços de petróleo parece mais sustentável, diante do quadro de crescente preocupação com a mudança climática global e de instabilidade geopolítica. O mercado financeiro, que não costuma se mobilizar por fatores de longo prazo, está debruçado sobre os riscos criados pela mudança climática global e as alternativas à energia de alto carbono. É um indicador de que já não se trata de uma questão de longo prazo, mas um fator corrente de risco e oportunidade.

Recentemente, o JP Morgan promoveu um seminário em Wall Street sobre o mercado de petróleo, com apresentações de oito especialistas nas áreas de segurança nacional, petróleo, venture capital (capital de risco) e investimento institucional. Desse seminário saiu um cenário de investimentos em energia e avaliação de papéis de empresas muito diferente do que vinha sendo a referência no mercado de capitais até recentemente. Houve consenso de que a instabilidade geopolítica impedirá um retorno à época do petróleo barato. Também se formou a convicção de que regulação voltada para a mudança climática será adotada, ao longo dos próximos dois anos e terá profundas implicações para a indústria petrolífera, para a rentabilidade dos segmentos de energia limpa e para o desempenho econômico-financeiro das empresas intensivas em carbono e das que forem capazes de mudar para padrões de baixo-carbono. A conclusão é quase predeterminada: os investimentos em energia limpa serão cada vez mais atrativos e necessários e as vantagens competitivas da conversão para baixos teores de carbono aumentarão vertiginosamente.

Relatório do PNUMA, o braço ambiental da ONU, dentro de seu programa Iniciativa para o Financiamento de Energia Sustentável (SEFI) intitulado “Tendências Globais do Investimento em Energia Sustentável”, vê forte crescimento do capital aplicado em energias limpas, impulsionado por esses fatores. Segundo esse estudo, o investimento em energia sustentável é em grande parte determinado pelas políticas públicas, que hoje incluem um amplo espectro de regimes tarifários e fiscais em numerosos países, criando um ambiente globalmente favorável ao crescimento continuado do setor de energias limpas. Diz, ainda, que o apetite dos investidores sugere que a tecnologia existente está pronta

para um salto de escala e que a energia renovável pode se tornar parcela significativa da matriz energética, antes mesmo que novas tecnologias abram novas sendas para o desenvolvimento.

### **Outras forças**

Deve-se levar em conta, também, a maior demanda dos consumidores por energia de baixo carbono e a perspectiva de que, ganhando novas escalas de produção, essa energia terá preços mais baixos, dizem os especialistas. O crescimento de 43% do investimento em energia sustentável, entre 2005 e 2006 – pode ser ainda maior este ano – acompanhou a elevação dos preços do petróleo, mas provavelmente já reflete mais os cenários que se desenham no mercado financeiro sobre a inexorável mudança energética nos próximos dez anos.

É fácil ver que a projeção sobre emergência de um novo padrão energético a partir, digamos, de 2017-2020, significa oportunidades imediatas de investimento, porque são investimentos de longa maturação. Como a demanda já está crescendo, há espaço para investimentos que gerarão oferta entre três e cinco anos. É investimento para agora. Além disso, aparecem muitas perspectivas de investimento rentável em novas tecnologias e novas empresas, território predileto dos “venture-capitalists”, que têm muito menor aversão ao risco e investem muito em inovação e na busca de ganhos de entrada em novos mercados. São investimentos que começarão a se materializar nos próximos cinco a dez anos.

Um consórcio de 225 investidores institucionais, entre os quais vários brasileiros, com ativos superiores a US\$ 30 trilhões, o Carbon Disclosure Project, tem por objetivo garantir informação confiável aos investidores sobre as implicações da mudança climática para as empresas. O CDP estima que do total de ativos globais hoje investidos 40% podem ser descritos como submetidos a “risco significativo em relação à mudança climática”. Essa percepção de risco emerge tanto da sondagem que esse consórcio faz com as 500 maiores empresas globais, quanto das análises de especialistas do mercado. Ela está gerando pressão de investidores e do mercado de capital sobre as empresas, para que dêem mais transparência à sua exposição ao risco climático ou ao risco regulatório dele decorrente. Também alimenta a demanda por iniciativas de redução desse risco e, portanto, de busca de um padrão de baixo carbono.

### **Boom de investimentos**

Como resultado, os investimentos estão bombando no setor de energias limpas. A maior fatia nesse segmento do mercado, segundo levantamento da consultoria especializada em energias limpas, a Clean Edge, está na área de transportes e combustíveis limpos, especialmente biocombustíveis, no qual os investimentos dobraram em 2006. Seu relatório mais recente, “Clean Energy Trends - 2007”, atesta a busca agressiva dos investidores por uma fatia no mercado de etanol e biodiesel.

No segmento de “energia distribuída”, o investimento cresceu 13%, entre 2005-2006, a maior parcela para a energia solar. Cresceu também o investimento em eólica e baterias. A convicção de que a economia e conservação de energia constitui uma fonte significativa de ação, quase uma fonte de energia, determinou um crescimento de 75% nos investimentos em “inteligência energética”, uma área de alta tecnologia.

Aliás, é exatamente o fato de envolver alta tecnologia e habilitações específicas que está atraindo para o mercado de energia limpas e inteligência energética as firmas de “venture capital” e os “hedge funds” acostumados a aplicar seus recursos em tecnologia da informação e em biotecnologia. Seus analistas estão descobrindo que podem aplicar, com algumas adaptações, seus modelos de análise dos mercados de high-tech ao que chamam de “tecnologia de energia” (“energy-tech”).

Os números são muito significativos, embora não passem do ensaio geral de uma tendência que ainda se afirmará nos próximos anos. Todos os estágios do ciclo de financiamento indicam fortes entradas de capitais. O relatório da SEFI/PNUMA mostra que o investimento em energia sustentável mais que dobrou nos últimos dois anos, subindo de US\$ 27.5 bilhões em 2004, para US\$ 49.6 bilhões, em 2005 e US\$ 70,9 bilhões, em 2006. A estimativa é que atinjam US\$ 85 bilhões este ano. O investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) cresceu 27%. A Europa fica atrás do EUA nesse último item, segundo essa análise, provavelmente por causa do menor envolvimento do setor privado. As empresas privadas financiam 55% da atividade de P&D na Europa, contra 64%, no EUA e 75%, no Japão.

O número de incubadoras aumentou globalmente em 2006 e também os casos de sucesso na transição da fase de incubação para a entrada no mercado, com financiamento adequado.

O mercado de ações acompanhou esse movimento, mais que dobrando entre 2005 e 2006, atingindo mais de US\$ 10 bilhões. Ofertas públicas iniciais (IPOs) em energia solar cresceram na frente. Os índices de ações de empresas do setor de tecno-energia todos mostraram crescimento significativo. O NEX (WilderHill New Energy Global Innovation Index), por exemplo, um índice para empresas de novas energias e inovações tecnológicas nesse campo, cresceu muito mais que o mercado de ações como um todo, batendo 31% no ano, com o segmento de biocombustíveis puxando o índice. No primeiro trimestre de 2007, a valorização foi de 33%.

O financiamento de novas plantas de energia renovável cresceu 23% no ano passado e o ritmo continua forte em 2007. Nesse segmento, a liderança é dos projetos de energia eólica, com os biocombustíveis em segundo lugar.

Essa tendência está alimentando também fortes fluxos de investimento direto estrangeiro na direção dos chamados mercados emergentes. Os principais destinos são China, Índia e Brasil. A China lidera o mercado de energia solar, a Índia, de energia eólica, e o Brasil, de biocombustíveis.

### **O Boom é bolha?**

O movimento de capitais rumo às energias limpas ou tecno-energias é tão forte que faz os analistas se perguntarem se estamos diante de uma bolha, como a das pontocom, que acabou em crise. O relatório da Clean Edge faz essa pergunta e diz que provavelmente não se trata de uma bolha. Embora haja negócios, cuja avaliação tenha sido superestimada ou a rentabilidade real se revelado mais baixa que o estimado, parece que os investidores têm sido realistas em suas avaliações.

O relatório SEFI/PNUMA também se mostra preocupado com a possibilidade de se formar uma bolha de investimentos em energias renováveis, mas descarta a hipótese, afirmando que o volume de investimento em energia limpa é muitas vezes maior do que foi no boom das pontocom e já dura por mais tempo que ele. Além disso, ao contrário das pontocom, argumenta, energia renovável e eficiência energética têm fundamentos sólidos na demanda real, suporte regulatório crescente e lastro considerável em ativos tangíveis por parte de produtores e desenvolvedores de projetos.

Outras análises identificam na mudança climática global a fonte de oportunidades rentáveis de investimento real, que sustentam esse novo ciclo de expansão do investimento: tecnologias de redução de gases estufa; inteligência energética, para promover a conservação de energia; seqüestro de gases estufa; e tecnologias mais eficientes para produção de energias alternativas.

A pressão de investidores e consumidores por maior accountability das empresas, com transparência para seus dados de emissão de carbono, seus riscos climáticos e regulatórios, é vista por vários analistas como uma outra garantia contra a formação de uma bolha de tecno-energia. Entretanto, organizações como a CERES e o CPD alertam para o fato de que suas sondagens revelam clara defasagem entre o reconhecimento pelas empresas do desafio climático e suas práticas corporativas voltadas para a conversão para baixos teores de carbono. Também apontam falhas na publicidade de seus dados de emissão e de seus riscos ambientais, climáticos e regulatórios. Mas esse quadro tem melhorado sensivelmente ano a ano, desde que começaram esses levantamentos.

### **Diversidade**

Uma das características distintivas desse mercado, em relação ao das pontocom, é que ele é muito mais diferenciado. As matrizes de energia limpa serão muito distintas entre os países, mesmo se considerando que a tendência global no médio e longo prazo é de dominância do padrão energético de baixo carbono. Mas as variações regionais, que já se esboçam, serão muito amplas.

Nos países com grid elétrico precário, por exemplo, está havendo um crescimento espetacular na eletrificação rural solar, “fora do grid”, como mostra o relatório SEFI/PNUMA.

O Brasil vive uma explosão de investimentos em biocombustíveis – uma onda que tem alguns claros

componentes de bolha, com negócios super-avaliados, investimentos apontando oferta futura maior que a demanda, pessoas sem expertise ou qualificação entrando no setor açodadamente, sem o necessário respaldo técnico. Mas o setor de biocombustível, mesmo que sofra um tranco de arrumação via mercado, no futuro, está chegando para ocupar uma posição relevante em nossa matriz energética.

No EUA, também, certamente, a indústria de biocombustíveis terá um papel importante no novo padrão energético. Seu crescimento efetivo se dará com a entrada em escala das tecnologias de etanol celulósico. Essa é uma área na qual o Brasil terá que alocar significativa parcela de investimentos em P&D, para se manter competitivo no mercado de biocombustíveis do futuro. Se dominar a tecnologia de celulose, poderá aumentar em até 50% a produtividade das usinas já instaladas de álcool.

China, Índia e EUA terão que investir pesado em seqüestro e estocagem de carbono, para tornar economicamente viável a conversão de uma matriz fortemente baseada em carvão.

As companhias globais de petróleo estão investindo em nichos distintos no setor de energias limpas. A BP, por exemplo aposta no hidrogênio, a longo prazo, e nas energias solar, eólica e nos biocombustíveis. A Shell tem focado energia solar e eólica. A Petrobrás está entrando pesado nos biocombustíveis.

Essa diferenciação, além de reduzir riscos, é uma maneira inteligente de promover a transição de um modelo baseado em uma só fonte de energia – na verdade duas, petróleo e carvão, ambas fósseis – para uma matriz diversificada de baixo carbono. É uma forma eficaz de combinar a redução de emissões com maior segurança energética, reduzindo a dependência não apenas a uma única fonte de energia, mas também em relação à fontes de suprimento sujeitas à instabilidade política e geopolítica. Essa diversificação da matriz energética reduz significativamente o componente geopolítico da dinâmica de preços de energia. Isso sem falar na maximização da chance de alcançar o mais rapidamente possível um padrão energético de baixo carbono, permitindo ao país se aproveitar das vantagens financeiras e comerciais do pioneirismo. Os ganhos sociais e ambientais adicionam um prêmio de elevado valor a esses esforços.

### **Enquanto isso, em um país chamado Brasil...**

Por todas essas razões, é difícil entender o bitolamento do debate energético atual no Brasil. A insistência em mega-projetos controvertidos, adotando uma lógica de empreiteira, que valoriza as grandes obras de concreto, independentemente de seu real valor energético e impacto ambiental.

A apresentação da energia nuclear como alternativa à hidroeletricidade, em um país, que tem enormes oportunidades e vantagens no uso de energia eólica e solar, que a tornam uma alternativa cara, arriscada e desnecessária.

O sub-desempenho do PROINFA, que deveria estimular o investimento em energias alternativas. O silêncio absoluto e irresponsável sobre conservação de energia, ou seja, a recusa a investir em inteligência energética.

A regulação precária do setor energético, seja do ponto de vista das emissões – que impediria, por exemplo, a expansão de termoelétricas a carvão – seja das zonas de produção de biocombustíveis, para evitar o desmatamento e a concorrência com a agricultura alimentar. A fragmentação da ação estatal, com cinco ministérios diretamente envolvidos no tema da energia, cada um agindo independentemente e sem articulação e consistência (Meio Ambiente, Minas e Energia, Ciência e Tecnologia, Transportes e Agricultura, para não falar no Gabinete Civil, atropelando por fora). A ausência de regras para o investimento em biocombustíveis, que pode alimentar os componentes de bolha que já aparecem nesse mercado, aumentando o risco de uma crise financeira.

Todos esses fatos definem a pobreza das opções e a ausência de política de energia no Brasil. É mais que uma perda de oportunidades, uma demonstração de miopia e falta de compreensão dos componentes centrais da agenda do desenvolvimento do Século XXI. 🐾

## Anexo B: GOVERNANÇA CORPORATIVA EM ALTA

[01.04.2005] 12h00m / **Antonio Carlos Silva**

[http://www.sedes.es.gov.br/forum\\_energia/index.html](http://www.sedes.es.gov.br/forum_energia/index.html)

### **Governança corporativa em alta**

Elas são apenas cinco entre mais de meia centena de concessionárias que atuam num setor ainda às voltas com surtos cíclicos de instabilidade. Compromissos adicionais assumidos perante o mercado, porém, as tornam mais atrativas aos olhos atentos de potenciais investidores daqui e do exterior. Ao aderir aos segmentos especiais de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) - identificados pela grife Novo Mercado (ver box) -, CPFL Energia, Celesc, AES Eletropaulo, Cemig e Transmissão Paulista (CTEEP) deram um passo adiante na relação com acionistas.

Essas companhias tomaram a si o desafio de adotar melhores práticas de governança corporativa, indo além do que a legislação em vigor exige. Ao oferecerem maior segurança e transparência, apostam em chances ampliadas de sucesso na expansão de seus negócios - seja atraindo maior atenção para operações de captação de recursos via mecanismos convencionais ou através de abertura de capital. Ao mesmo tempo, inauguram uma tendência saudável que poderia ser trilhada pelas demais empresas do setor que pretendem um dia buscar capital em condições mais interessantes para sustentar planos de crescimento.

Já não é mais novidade que o país precisa de um setor elétrico robusto para fazer frente ao crescimento do PIB que vem por aí. Mas também é consenso que não há mais como contar exclusivamente com fontes tradicionais de financiamento, a exemplo do BNDES, ou tentar contratar empréstimos a juros camaradas num cenário ainda envolvido em incertezas.

O fato de já existir um punhado de empresas de energia dispostas a garantir direitos e procedimentos antes inimagináveis pode ser um indicativo firme de que elas começam a se sentir confortáveis o suficiente para não dar um passo maior que a perna, como em passado recente. Ou seja, não assumiriam esses riscos se não houvesse no horizonte sinais importantes de que o setor tende gradualmente a rumar para a normalidade em prazo aceitável.

Barreiras - Mas há obstáculos no caminho da governança corporativa. O confuso ambiente regulatório atual, associado a questões internas particulares de cada companhia, são imediatamente apontados como alguns dos principais fatores de insegurança que ainda pesam contra a adesão automática das elétricas aos níveis diferenciados da Bovespa. Muitas concessionárias não se sentem à vontade para bancar compromissos que talvez não consigam honrar, caso o poder concedente venha, intempestivamente, modificar regras.

Esse cenário, porém, não é "privilégio" só das elétricas, mas também é compartilhado por empresas da área de telecomunicação, reconhece o presidente da regional paulista da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), Haroldo Levy Neto. A entidade não só acompanha de perto o atendimento dos compromissos que as listadas se propõem a cumprir quando firmam contrato com a Bovespa, mas também cede espaço para reuniões públicas com a participação de analistas e acionistas.

"Outros pontos que atrapalham o processo decisório de partir para o Novo Mercado são as mudanças societárias, incorporações, fusões ou cisões", acrescenta.

Valor agregado - Do ponto de vista do investidor, Levy Neto ressalta que, entre as obrigações ampliadas aceitas pelas empresas que aderem ao Nível 2 e ao Novo Mercado, a garantia do tag along (direito dos acionistas minoritários de vender suas ações via oferta pública, no caso de transferência de controle) aos portadores de ações preferenciais é uma das mais importantes. Como esses papéis não dão direito a voto, a legislação em vigor por si só não estende a esses investidores o pagamento de até 70% do valor originalmente destinado aos portadores de ações ordinárias.

Já do lado do trabalho do analista de mercado, o presidente da Apimec observa que é muito mais confortável e seguro avaliar e indicar papéis de empresas listadas no Novo Mercado. O cálculo da taxa de desconto é mais preciso do que em relação a uma empresa com gestão notoriamente confusa, que tende a empurrar os valores para baixo. "Depende de cada caso, mas pesquisas indicam que se pagaria 25% a

mais por ação do Novo Mercado, comparativamente a outro papel não enquadrado nessa categoria", conta Levy Neto.

Esse diferencial significativo, embora não necessariamente na proporção citada, é confirmado pelo analista de Desenvolvimento de Empresas da Bovespa, Cláudio Jacob. O Índice de Governança Corporativa (IGC) (ver gráfico), criado a partir das cotações dos papéis das 49 empresas que aderiram aos níveis especiais de listagem a partir da criação do enquadramento, no início de 2000, tem demonstrado resultado superior ao desempenho do Ibovespa, formado pelas ações mais valorizadas negociadas na casa.

"Na época, consideramos a percepção de que havia uma demanda por uma gestão mais igualitária por parte das próprias companhias em relação aos minoritários, e que isso afetaria o pricing", relata Jacob. Para ele, a iniciativa da Bovespa de criar o Novo Mercado - baseado em trabalho semelhante realizado pela bolsa de Frankfurt, na Alemanha - pode ser interpretada como uma resposta prática à impossibilidade de fazer cair a taxa de juros ou reduzir a carga tributária brasileira, fatores que pesam de forma direta sobre o desenvolvimento dos negócios em geral.

Pulverização - A experiência começou a decolar mesmo no ano passado, graças também a um cenário macro-econômico extremamente favorável, que fez a média diária de negociação da bolsa chegar à casa de R\$ 1,2 bilhão. Para se ter uma idéia, em 2002 esse movimento mal se aproximava de R\$ 600 milhões.

Houve nada mais, nada menos do que sete IPOs (Initial Public Offering) bem-sucedidos em 2004 - entre eles o da CPFL Energia -, que levantaram recursos em torno de R\$ 5 bilhões.

Em paralelo às ofertas iniciais do último ano, Jacob observou outro fenômeno altamente favorável: ocorreu uma quebra de paradigmas porque os lançamentos se deram por meio de corretoras de valores, fazendo com que os papéis das empresas fossem pulverizados, chegando diretamente às mãos de pessoas físicas. Cerca de 30 mil novos investidores foram trazidos ao mercado de capitais. "Antes o negócio ficava segregado entre intermediários financeiros de grande porte", relata.