

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

THIAGO DE ÁVILA MARQUES

**EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
análise de casos selecionados no Brasil e na Índia**

**UBERLÂNDIA/MG
2015**

THIAGO DE ÁVILA MARQUES

**EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
análise de casos selecionados no Brasil e na Índia**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Prof. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

**UBERLÂNDIA/MG
2015**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

M357e Marques, Thiago de Ávila, 1988-
2014 Emissão de títulos de dívida e governança corporativa: análise de

casos selecionados no Brasil e na Índia / Thiago de Ávila Marques. -
2014.

146 f. : il.

Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Governança corporativa - Brasil -
Teses. 3. Títulos (Finanças) - Brasil - Teses. 4. Títulos (Finanças) - Índia
- Teses. 5. Governança corporativa - Índia. I. Ribeiro, Kárem Cristina de
Sousa. II. Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-
Graduação em Administração. III. Título.

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia
Elmíro Santos Rezende

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração
Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração
Valdir Machado Valadão Júnior

**EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
análise de casos selecionados no Brasil e na Índia**

THIAGO DE ÁVILA MARQUES

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa Gestão Financeira e Controladoria, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 09 de Fevereiro de 2015.

Prof. Dr. Valdir Valadão Júnior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Andrei Aparecido de Albuquerque
Universidade Federal de São Carlos – UFSCar - SP

Prof. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira
Universidade Federal de Uberlândia

*À Deus e à minha família, pelos quais todo esse esforço
valerá a pena, dedico*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente devo agradecer a Deus, que me possibilitou alcançar esse sonho e com certeza me deu força para seguir adiante nos momentos de dificuldade e, sobretudo, não me deixou esquecer de agradecer nos momento de alegria!

À minha família, que contribui comigo desde muito tempo com ensinamentos de caráter, gratidão e humildade. O apoio durante o esforço do mestrado só serviu para reforçar a imagem de uma família sempre companheira e pronta em ajudar.

Ao meu empregador, Leonardo Baldez, pela compreensão com as eventuais ausências ao longo dessa caminhada.

À minha orientadora, Prof. Dra. Kárem, pela paciência, compreensão e apoio sempre que possível. Agradeço ainda à Prof. Ms. Neirlaine pelas discussões que contribuíram bastante com a fase de coleta de dados e ao Prof. Dr. Germano, pelas assertivas indicações de material e fontes sobre governança corporativa na Índia. A todos eles, adicionalmente ao Prof. Dr. Vinícius, meu agradecimento também pelas contribuições dadas a este trabalho quando do exame de qualificação.

À minha companheira Mariana, pela paciência durante as minhas inúmeras ausências. À sua família, em especial seus pais, que me receberam por vezes com palavras de apoio e acolhimento.

Aos meus colegas de mestrado, aos quais me uni por conta da caminhada em comum. Certamente tamanho desafio criou um sentimento de amizade, companheirismo e cooperação entre nós. Torço sinceramente pelo sucesso de todos, pois são merecedores!

À Vera, secretária do PPGA, pela presteza em ajudar e esclarecer quando procurada.

Enfim, agradeço a todos que participaram dessa caminhada ímpar. Longe de ser fácil, foi uma marcha que concluo em um patamar acima do que quando a iniciei.

RESUMO

Esta pesquisa quantifica e analisa a estrutura de governança corporativa formalmente adotada por empresas emissoras de títulos de dívida privada. Tal avaliação se deu por meio da aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL para casos selecionados de emissão de dívida corporativa no Brasil e na Índia. A interpretação das notas encontradas para cada empresa segue a literatura na medida em que o desenvolvimento do mercado de capitais depende da instituição de práticas superiores de governança corporativa, ou seja, emissores com notas maiores incorporam dispositivos importantes para garantir melhores condições de colocação de sua dívida. A pesquisa se classifica em uma abordagem mista, contemplando uma análise qualitativa dos documentos e relatórios editados pelas empresas emissoras de modo a capturar sua estrutura de governança, e uma análise quantitativa sob a forma do índice de governança corporativa proposto pela CEPAL. As empresas brasileiras e indianas foram pareadas entre si conforme o setor de atuação e a condição de cumprimento ou não dos termos de sua(s) dívida(s) (adimplemento ou inadimplemento). Os resultados obtidos, que não devem ser tidos como representativos do nível amplo de governança corporativa das empresas emissoras mas sim daquele circunscrito ao processo de emissão de dívida, apontam que as empresas em situação de adimplemento de suas debêntures apresentaram índices superiores àqueles de empresas com histórico de inadimplemento. Eventualmente o contrário pode ser inferido, ou seja, a qualidade da governança corporativa da emissora tende a contribuir para o cumprimento de suas obrigações. As empresas adimplentes brasileiras apresentaram uma nota média superior às das companhias indianas, ao passo que os casos de inadimplência selecionados na Índia obtiveram uma nota média superior aos casos brasileiros. Em última análise, se conclui que o aprimoramento do nível de governança corporativa das empresas contribui para o desenvolvimento do mercado de dívida de forma geral.

Palavras-chave: Emissão de dívida privada; Governança corporativa; Brasil; Índia.

ABSTRACT

This research quantifies and analyzes the corporate governance structure formally adopted by issuers of private debt securities. This evaluation was made by applying the indicator developed by CEPAL in selected cases of corporate debt issuance in Brazil and India. The interpretation of the notes found for each company follows the literature in that the development of the capital market depends on the institution of higher corporate governance practices, ie, issuers with higher scores incorporate important provisions to ensure better conditions for placing your debt . The research falls into a mixed approach, contemplating a qualitative analysis of documents and reports published by issuers in order to capture its governance structure, and a quantitative analysis in the form of corporate governance index proposed by CEPAL. Brazilian and Indian companies were paired with each other as their sector and the condition of compliance or not the terms of his(s) debt(s) (due performance or default). The results, which should not be taken as representative of the broad level of corporate governance of issuers but that circumscribed the process of debt issuance, indicate that the undertakings situation due performance of its debentures presented rates higher than those of companies with a history of default. Eventually the opposite can be inferred, that is, the quality of corporate governance of the issuer tends to contribute to the fulfillment of its obligations. Brazilian defaulting companies reported an average grade higher than the Indian companies, whereas the cases of default selected in India had an average grade higher than the Brazilian cases. Ultimately, it is concluded that the improvement of corporate governance company level contributes to the development of the general debt market.

Keywords: Private debt issue; Corporate governance; Brazil; India.

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR: American Depository Receipt

AGD: Assembléia Geral de Debenturistas

AGE: Assembléia Geral Extraordinária

AGO: Assembléia Geral Ordinária

AIL: Air India Limited

ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

ANDIMA: Associação Nacional das Instituições Financeiras

BACEN: Banco Central do Brasil

BIFR: Board for Industrial and Financial Reconstruction

BME: Bolsa y Mercados Españoles

BM&FBovespa: Bolsa de Valores & Futuros e de Valores de São Paulo

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

BSE: Mumbai Stock Exchange

CCEA: Cabinet Committee on Economic Affairs

CCI: Controller of Capital Issues

CDI: Certificado de Depósito Interbancário

CEO: Chief Executive Officer

CEPAL: Comissão Econômica para América Latina e Caribe

CETIP: Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CRI: Certificados de Recebíveis Imobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DC: Debêntures Conversíveis

DNC: Debêntures Não Conversíveis

EBITDA: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

EUA: Estados Unidos da América

FIDC: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FIMMDA: Fixed Income Money Market and Derivatives Association of India

FR: Formulário de Referência

G6: grupo de países desenvolvidos composto por EUA, Japão, Alemanha, Reino Unido, França e Itália

GC: Governança Corporativa

G-Sec: Government Securities

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICICI: Industrial Credit and Investment Corporation of India

ICVM: Instrução da Comissão de Valores Mobiliários

IDBI: Industrial Development Bank of India

IDE: Investimento Direto Estrangeiro

IFCI: Industrial Finance Corporation of India

IFRS: International Financial Reporting Standards

IGC: Índice de Governança Corporativa

IM: Information Memorandum

IPO: Initial Public Offerings

KMBC: Kumarmangalam Birla Committee

MCA: Ministry of Company Affairs

MP: Medida Provisória

MTD: Mercado de Títulos de Dívida

NDGC: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

NEI: Nova Economia Institucional

NMRF: Novo Mercado de Renda Fixa

Non-G-sec: Non Government Securities

NSE: National Stock Exchange

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OBIL: OB Infrastructure

PD&I: Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação

PIAPGC: Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa

PIB: Produto Interno Bruto

RA: Relatório Anual

SEBI: Securities and Exchange Board of India

SEC: Security Exchange Comission

SICA: Sick Industrial Companies Act

SND: Sistema Nacional de Debêntures

SPE: Sociedade de Propósito Especial

TSL: Tecpro Systems Limited

US GAAP: Generally Accepted Accounting Principles in the United States

USIMINAS: Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.

UTI: Unit Trust of India

WDM: Wholesale Debt Market

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação das debêntures emitidas por regime de emissão.....50

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Definições de Governança Corporativa.....	28
Quadro 2 – Requisitos para listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa.....	33
Quadro 3 – Padrões de governança corporativa observados no Brasil e Índia	41
Quadro 4 – Padrões observados nos mercados de títulos de dívida privada no Brasil e na Índia	64
Quadro 5 – Aspectos considerados no indicador.....	68
Quadro 6 – Matriz de <i>benchmarks</i> do indicador	69
Quadro 7 – Estrutura de governança corporativa da Usiminas S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL	75
Quadro 8 – Estrutura de governança corporativa da GOL S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL	82
Quadro 9 – Estrutura de governança corporativa da Construtora Sultepa S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL	90
Quadro 10 – Destinação dos recursos captados por debêntures da Inepar na década de 1990.....	92
Quadro 11 – Estrutura de governança corporativa da Inepar S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL	97
Quadro 12 – Estrutura de governança corporativa da Tata Steel em 2013, conforme indicador CEPAL	104
Quadro 13 – Estrutura de governança corporativa da Air India em 2013 conforme indicador CEPAL.....	110
Quadro 14 – Estrutura de governança corporativa da OB Infrastructure em 2013, conforme indicador CEPAL	116
Quadro 15 – Estrutura de governança corporativa da Tecpro Systems em 2013, conforme indicador CEPAL	120
Quadro 16 – Comparativo do índice de governança corporativa das empresas selecionadas.....	124
Quadro 17 – Indicação de presença de comitês corporativos, por empresa.....	125
Quadro 18 – Resumo das notas médias encontradas.....	126

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Distribuições públicas de títulos selecionados, em R\$ milhões.....	48
Tabela 2 – Estoque de títulos públicos e privados como % do PIB.....	53
Tabela 3 – Estoque de títulos públicos e privados como % do PIB.....	61
Tabela 4 – Negociações em mercado de dívida primário e secundário indiano.....	63
Tabela 5 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – Usiminas S.A.....	74
Tabela 6 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – GOL S.A.	81
Tabela 7 – Destinação dos recursos da 4 ^a emissão de debêntures da Inepar S.A.	95
Tabela 8 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – Inepar S.A.	96
Tabela 9 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – Tata Steel.....	101
Tabela 10 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – Air India	108
Tabela 11 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – OB Infrastructure	115

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1. Apresentação do tema e problema de pesquisa	16
1.2. Objetivos.....	20
1.3. Questões de pesquisa	21
1.4. Justificativa.....	21
1.5. Estrutura da dissertação	23
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
2.1. Origem e conceitos	25
2.2. Governança corporativa no Brasil	29
2.3. Governança corporativa na Índia.....	34
2.3.1. Breve histórico da legislação e corporação indianas	35
2.3.2. Desenvolvimentos recentes em governança corporativa.....	38
3. EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA	42
3.1. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil	45
3.1.1. Antecedentes	45
3.1.2. Fase recente	47
3.2. O mercado de títulos de dívida corporativa na Índia.....	56
3.2.1. Antecedentes	56
3.2.2. Fase recente	58
4. ASPECTOS METODOLÓGICOS	65
4.1. Classificação da pesquisa, dos dados e da amostra	65
4.2. O indicador CEPAL	67
5. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	71
5.1. Casos selecionados para o Brasil	71
5.1.1. Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas S.A.	71
5.1.2. GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	78
5.1.3. Construtora Sultepa S.A.	85
5.1.4. Inepar S.A. Indústria e Construções	91
5.2. Casos selecionados para a Índia	99
5.2.1. Tata Steel Limited	99
5.2.2. Air India Limited	106
5.2.3. OB Infrastructure	112
5.2.4. Tecpro Systems	117
5.3. Análise do indicador aplicado aos casos selecionados	122
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	129
REFERÊNCIAS	132

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do tema e problema de pesquisa

O período compreendido entre o fim da década de 1960 e início da década de 1970 foi marcado, entre outras questões, pelo surgimento de estudos que apontavam uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico de longo prazo. Os trabalhos clássicos nessa linha, tais como os de Goldsmith (1969) e Shaw (1973), procuravam associar a ampliação do mercado financeiro, em particular o bancário, ao crescimento econômico das nações¹ (OREIRO; PAULA; BASILIO, 2010). Prevalece na literatura a noção de que um sistema financeiro desenvolvido implica em benefícios para a economia do ponto de vista da produtividade, aumento de poupança e, em última instância, de crescimento econômico².

A teoria do *pecking order*, desenvolvida inicialmente por Myers (1984) com o objetivo de hierarquizar as fontes de recursos disponíveis às empresas aponta que, depois de esgotada a opção inicial representada pelo financiamento por recursos retidos, as empresas partem para a captação via dívidas – seja crédito bancário ou ainda emissão de títulos em mercado de capitais – e, como último recurso, recorrem à emissão de ações. Dessa forma, dentre as alternativas de financiamento cumpridas por terceiros a emissão de dívida corporativa se situa como uma das maneiras mais econômicas de obtenção de financiamento (SOUZA, 2012).

Nesse sentido, Leal e Carvalhal da Silva (2006), Silva e Lopes (2008), Maurya e Kumar (2012) e Karpagam e Selvam (2013) destacam o mercado de dívida, um dos segmentos do mercado de capitais, como um dos componentes críticos do sistema financeiro de qualquer economia ao operar como um instrumento de alavancagem desse arranjo tanto para o setor público como para o privado. No que tange às necessidades de financiamento das empresas, o mercado de títulos corporativos se estabelece como uma fonte alternativa ao financiamento bancário para recursos de longo prazo.

Mukherjee (2012) enfatiza que além de complementar o sistema bancário na oferta de recursos para investimento de longo prazo, um mercado adequado de títulos corporativos pode representar uma fonte estável de financiamento quando o mercado de

¹ Cumpre destacar o trabalho seminal de Schumpeter (1934) sobre essa temática.

² Para mais detalhes sobre a literatura que analisa o mercado de capitais como forma de desenvolvimento financeiro e sua potencial associação com o crescimento econômico em diversos países analisados, consultar Demirguc-Kunt e Levine (1996), Arestis e Demetriadis (1997), Levine e Zervos (1998), Arestis, Demetriadis e Luintel (2001).

ações se apresentar muito volátil e eventualmente reduzir o custo global de capital das empresas. Para o autor, estes elementos representam as formas pelas quais o mercado de títulos de dívida corporativa apoia o desenvolvimento econômico.

A proposição do acrônimo que reúne alguns dos principais países emergentes, qual seja o BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China, ao qual foi posteriormente adicionado em 2012 o ‘S’ representativo da África do Sul –, qualifica um conjunto de países tidos como de grande potencial para atingir posição de destaque na economia mundial mas que tem demonstrado mais recentemente, como o caso do Brasil a partir de 2013 e de China e Rússia em 2014, sinais de enfraquecimento de suas economias. O mercado de capitais destas nações, por seu turno, indica ter potencial de acentuar sua participação na cena econômica global e consequentemente estimular o crescimento econômico em escala mundial.

Particularmente a partir da crise financeira internacional de 2008, o grupo dos BRICS reforçou sua posição como eventual substituto dos países ricos (notadamente aqueles pertencentes ao chamado G6 – EUA, Japão, Alemanha, Reino Unido, França e Itália) na determinação do ritmo de crescimento global. Um dos principais aspectos ilustrativos desse movimento foi a trajetória da participação desses países no estoque de investimento direto estrangeiro (IDE): os BRICS ampliaram sua participação nos fluxos mundiais de IDE entre 2000 e 2012 de US\$ 7,2 bilhões para US\$ 145,4 bilhões, aumentando sua participação de 0,6% para 10,5% nesse período (ALVES, 2014).

Esse estudo trata especificamente do Brasil e da Índia, analisando de que forma a estrutura³ de governança corporativa dessas nações e de suas empresas contribui com o desenvolvimento dos mercados locais de dívida privada e, por extensão, orienta o funcionamento do financiamento corporativo exercido por essa modalidade. Optou-se por estes dois países no âmbito do BRICS, pois, na China e na Rússia, a forte presença do Estado na economia sugere a existência de relações patrimonialistas e clientelísticas que interferem de forma decisiva no ordenamento do mercado de capitais, em particular sobre sua dimensão de dívida (ABDI, 2011). A África do Sul dispõe de um mercado de capitais ainda incipiente diante de seus pares de grupo e, portanto, não foi tida como objeto potencial de análise desta pesquisa.

³ O termo “estrutura” empregado neste trabalho, quando sucedido da expressão “de governança corporativa”, deve ser compreendido em seu sentido organizacional.

Dito de outra forma, as economias chinesa e russa são marcadas pela preponderância do setor produtivo estatal, pelo peso do financiamento público, pela influência do Estado sobre a direção das empresas, enfim, pela regulação estatal da atividade econômica privada. Esses aspectos combinados elevam o governo desses países à condição de principal agente de financiamento corporativo, seja atuando como o principal investidor *stricto sensu* dos negócios privados, no caso da Rússia, seja por favorecer a primazia da propriedade estatal, no caso da China.

Comparativamente à Rússia e China, a Índia sugere dispor de condições mais transparentes para que suas empresas operem em seu mercado de capitais, sendo esta uma das características que a aproximam do Brasil e permitem essa pesquisa. Os outros dois pontos principais de convergência utilizados para justificar a escolha pelos dois países são: i) o movimento liberalizante empreendido por ambos no início da década de 1990 e ii) a prevalência do financiamento corporativo exercido pelo sistema bancário, especialmente o público, mas com esforços recentes no sentido de ampliar a participação do mercado de capitais nessa dinâmica (ABDI, 2011).

Em suma, o fortalecimento do mercado de capitais no Brasil e na Índia tende a representar uma alternativa ao modelo tradicional de financiamento das empresas e uma condição importante para viabilizar o ciclo de crescimento desses países.

Neste contexto define-se o objeto desta pesquisa, qual seja a emissão de títulos de dívida corporativa no Brasil e na Índia. Esses países foram marcados durante um bom período da sua história, sobretudo até o início da década de 1990, pelo quase monopólio do sistema bancário no que tange ao financiamento ao setor privado. As reformas liberalizantes e o aprofundamento da desregulamentação dos mercados engendradas nestes dois países a partir de 1990 incentivaram o desenvolvimento dos mercados de capitais como um importante *locus* de alavancagem de recursos, em complemento à atuação dos bancos comerciais e de fomento.

Ocorre que para os mercados de capitais se desenvolverem a contento e poderem exercer seus efeitos potencialmente benignos sobre o país e as empresas, deve-se dotá-los de instrumentos capazes de proteger os interesses de seus investidores. Dito de outra forma é desejável que se institua um conjunto de dispositivos capazes de proteger os interesses dos acionistas, credores e demais participantes do mercado de capitais.

Estudos conduzidos na Índia – como Bose e Coondoo (2003), Bhattacharyya, Raychaudhuri e Rao (2005), Chakrabarti (2008), Pathak (2010), Maurya (2012), Mukherjee (2012), Panigrahi (2012) – e no Brasil – como Leal e Carvalhal da Silva (2006), Matsuo e Eid Jr. (2009), Paiva e Savola (2009), Sheng e Gonçalves (2009), Paiva (2011) e Pereira (2012) – demonstram a baixa liquidez dos títulos corporativos emitidos nestes mercados como resultado da relativa incipiência do mercado secundário, o que fica representado no fato dos credores ficarem posicionados no papel até seu vencimento.

Ademais, De Paula, Ribeiro e Almeida (2012) salientam que a emissão títulos de dívida traz consigo alguns fatores de risco e o apelo por processos de gestão que assegurem a capacidade de pagamento da empresa emissora. Ou seja, o expediente de emitir dívida e compartilhar seus riscos com diversos investidores faz com que as empresas passem a dedicar maior atenção à transparência e à divulgação clara de suas ações e resultados.

Jensen e Meckling (1976) sugerem que o potencial conflito entre os detentores de ações e de dívida das empresas se manifesta primeiramente em termos da expropriação da riqueza. Acionistas e gestores expropriam a riqueza dos credores por investirem em projetos de maior risco do que aqueles já em curso na companhia, produzindo custos derivados da divergência de interesses entre essas partes, os custos de agência da dívida, que ampliam os custos financeiros da mesma (JENSEN; SMITH, 1985; KLOCK; MANSI; MAXWELL, 2004).

Bhojraj e Sengupta (2003) e Cremers, Nair e Wei (2004) afirmam que a adoção de dispositivos internos e externos de governança corporativa podem implicar em menores custos de capital para a dívida por meio da redução do risco de *default* obtida a partir da menor ocorrência de conflitos de agência e de assimetria de informação entre os agentes, além da melhora no controle interno da companhia emissora.

Portanto, evidencia-se a importância das práticas de governança corporativa para o alcance de melhores termos na colocação de títulos de dívida no que tange aos riscos inerentes, aos custos, ao preço, ao prazo, às garantias oferecidas, entre outros aspectos.

Nesse aspecto este trabalho filia-se à perspectiva da teoria de agência tal qual proposta por Shleifer e Vishny (1997) no estudo da temática da governança corporativa. Para os autores, a governança trata sobre os mecanismos capazes de assegurar aos

fornecedores de capital o retorno para seus investimentos. Logo, a proteção legal aos acionistas minoritários e credores se situa como aspecto central da governança corporativa, o que significa afirmar que a adoção de um padrão superior de governança corporativa se justifica em função da sua capacidade de minimizar os conflitos de agência relacionados aos investidores.

Andrade e Rossetti (2009) apontam que boas práticas de governança corporativa tendem a incentivar o mercado de capitais na medida em que regulam os interesses dos envolvidos, fortalecem as empresas e fornecem as bases para criação de valor. Rogers (2006) afirma que a literatura classifica os benefícios da governança para empresas, investidores e sociedade em seis direções gerais: retorno, risco, liquidez, custo de capital, valor de mercado e crescimento econômico.

As quatro primeiras direções são comumente abordadas pela teoria como atributos determinantes para o avanço do mercado de dívida corporativa na medida em que asseguram aos investidores a rentabilidade, um mercado secundário efetivo e a mitigação do risco e, às empresas, um menor custo de capital (SHENG, 2005).

Nesse sentido a pesquisa concentra-se no exame da governança embutida nas emissões de títulos de dívida corporativa no Brasil e na Índia por meio da quantificação das práticas de GC – basicamente aquelas relacionadas à transparência da informação, à gestão dos riscos da emissão e à gestão empresarial – que tendem a afetar a qualidade dos títulos de dívida e a possibilidade de não cumprimento dos termos por parte da empresa (DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012).

Portanto, formula-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a estrutura formal de governança corporativa das empresas emissoras de dívida selecionadas, conforme a metodologia desenvolvida pela CEPAL?** Esse questionamento alinha-se à aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL que contempla os dispositivos de governança corporativa tidos como importantes em um processo de emissão de dívida, de modo a examinar a “qualidade” das emissões e, para além disso, se tal adoção assegurou o cumprimento dos termos da emissão.

1.2. Objetivos

Este trabalho tem como objetivo principal identificar a estrutura de governança corporativa relacionada ao processo de emissão de dívida privada que era formalmente

adotada pelas empresas emissoras no Brasil e na Índia ao final de 2013, por meio da aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL aos casos selecionados de cada país.

Especificamente, realiza um estudo de múltiplos casos de emissão de dívida no Brasil e na Índia no sentido de buscar identificar se estas empresas adotam ou não certos dispositivos de governança corporativa. O exame das informações relacionadas às emissões e às empresas emissoras permite a aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL de modo a quantificar a estrutura de GC que têm efeitos potenciais sobre o processo de emissão, indicando assim se as empresas selecionadas se distanciam da referência do índice (*benchmarks*). Ademais, formula considerações sobre a provável relação entre o resultado do índice para cada emissão e o cumprimento (ou não) dos termos da emissão por parte da empresa emitente.

1.3. Questões de pesquisa

Considerando a aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL – formado por oito categorias com pesos distintos e diversos itens relacionados à transparência, gestão empresarial e do risco – para avaliar a estrutura de governança corporativa das empresas emissoras selecionadas, define-se a questão desta pesquisa como se segue: As emissões analisadas se apresentaram muito distantes das referências do índice (*benchmarks*)? Se sim, isso contribuiu para explicar a qualidade da emissão sob a forma de cumprimento de seus termos (adimplemento ou inadimplemento) por parte da empresa emissora?

Realizada a análise empírica à luz da fundamentação teórica delineiam-se as seguintes questões de pesquisa:

Q₁: as emissões de dívida analisadas para Brasil e Índia se afastaram das referências (*benchmark*) determinadas no indicador proposto pela CEPAL?

Q₂: emissões com maiores pontuações apresentam melhor cumprimento dos seus termos?

1.4. Justificativa

O bom desenvolvimento do mercado de capitais consiste no desempenho tanto do mercado de ações como no mercado de dívida. Maurya (2012) destaca que o

mercado de dívida é um dos componentes mais críticos do sistema financeiro de qualquer país em função da sua capacidade de alavancagem, entre outros aspectos.

Na economia brasileira e indiana nota-se que o mercado de ações se apresenta mais conhecido e desenvolvido que o mercado de dívida. Este traço comum aos dois mercados pode ser atribuído à forte atuação do sistema bancário (privado e estatal, inclusive com bancos de fomento) como financiador da dívida das empresas e à predominância dos títulos do governo na composição do mercado de dívida total nos dois países. Essa tendência observada ao longo da história recente de ambos, sobretudo até o início do movimento liberalizante do início da década de 1990, contribuiu para centralizar o risco de crédito dentro do sistema bancário e bloqueou o acesso de muitas empresas ao mercado de dívida (MAURYA, 2012).

A crise financeira internacional de 2008 e o movimento de retomada de patrimônio de alguns investidores via mercado de ações suscitam a necessidade de aprimorar os mercados domésticos de dívida corporativa para que estes cumpram o papel de fonte alternativa de financiamento, sobretudo em economias em desenvolvimento como no caso de Brasil e Índia.

A despeito da maior popularidade do mercado acionário em detrimento do de dívida nesses países, cumpre destacar o consistente crescimento das emissões de dívida corporativa no Brasil e na Índia recentemente. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) relativos ao período posterior a 2009, o montante das emissões tem crescido em média 28% por ano. No caso da Índia, dados da *National Stock Exchange* (NSE) indicam que o montante das emissões primárias desde 2009 crescem em média 26,5% por ano.

Ademais, devem-se ressaltar os limites do sistema bancário desses países, particularmente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no Brasil e os bancos privados e públicos indianos, em oferecer financiamento de longo prazo aos respectivos mercados. A despeito do vigoroso desempenho das captações privadas via dívida no Brasil e na Índia, a comparação dessa modalidade com as emissões de títulos públicos demonstra a prevalência deste último segmento: a participação das emissões corporativas em relação ao mercado de dívida total em 2012 foi de 17% e 18% para Brasil e Índia, respectivamente (MAURYA; KUMAR, 2012; PAULA; FARIA JR., 2012).

Este panorama do mercado de dívida corporativa nos dois países demonstra que tal segmento carece de esforços adicionais no campo da regulação e autorregulação de modo a consolidar-se, de um lado, como importante financiador corporativo e, de outro, como alternativa segura de investimento para os demandantes destes papéis. Para que tal condição seja alcançada se faz necessário que empresas e países aprimorem sua estrutura e suas práticas de governança corporativa com vistas a reduzir os conflitos de interesses entre credores e acionistas/gestores, possibilitando melhores condições de colocação das dívidas privadas.

Nesse sentido, esta pesquisa se justifica do ponto de vista teórico na medida em que destaca os dispositivos de governança corporativa como elementos capazes de atenuar os conflitos entre acionistas e credores e, por extensão, os custos de agência da dívida. Essa abordagem se coloca alternativamente àquela prevalente na teoria de finanças corporativas, qual seja que tais dispositivos são responsáveis por mitigar os conflitos entre acionistas e gestores, até porque a literatura não reconhece frequentemente a importância potencial do conflito entre credores e acionistas/gestores.

Ademais, esta pesquisa explora o tema com o objetivo de contribuir com o debate sobre os desafios que ainda permanecem, quais sejam a promoção do mercado secundário e da transparência das emissões, o aprofundamento do mercado de dívida como uma fonte alternativa de recursos às empresas, o fortalecimento das instituições e regulamentos de governança corporativa subjacentes a um processo de emissão de dívida, dentre outros aspectos.

1.5. Estrutura da dissertação

Essa dissertação está estruturada em seis seções além dessa introdução. No próximo capítulo desenvolve-se a fundamentação teórica relacionada à governança corporativa, com origens e principais conceitos e evidências teóricas sobre o tema para Brasil e Índia. Na sequência, no capítulo três, apresenta-se a perspectiva teórica da emissão de títulos de dívida corporativa no Brasil e na Índia. No capítulo quatro apresentam-se os aspectos metodológicos da pesquisa bem como do indicador empregado. No capítulo cinco serão apresentados os casos selecionados, os resultados obtidos e as análises decorrentes para, posteriormente, no capítulo seis, serem tecidas as

considerações finais do trabalho. Por fim são indexadas as referências bibliográficas na seção de mesmo nome.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nesta seção são apresentados os conceitos que constituem o arcabouço teórico desta pesquisa e que servirão de base ao exame da relação entre governança corporativa e emissão de títulos de dívida (tema este que será abordado na seção que se segue a esta) para duas economias emergentes, quais sejam Brasil e Índia. Inicialmente abordam-se as origens desta temática e seus conceitos, sejam estes institucionais, normativos ou acadêmicos. Na sequência apresenta-se a estrutura de governança corporativa do Brasil e da Índia.

2.1. Origem e conceitos

O aprofundamento da discussão sobre governança corporativa no âmbito das finanças corporativas praticamente coincide com a emersão da vertente teórica da Nova Economia Institucional (NEI) na década de 1930, pela qual a firma passou a ser compreendida de forma diferente daquela prevista no paradigma da economia neoclássica (COASE, 1937).

A teoria da firma tal qual postulada pelos autores neoclássicos define que a organização opera em um cenário de restrição orçamentária e sob a forma de uma função de produção na qual os ofertantes maximizam seus lucros e os consumidores suas funções utilidade. Para tanto, são assumidas as seguintes hipóteses: a) os agentes econômicos possuem informação perfeita em relação aos produtos, serviços e preços; b) os agentes econômicos são tomadores de preços (situação de concorrência perfeita); c) existe livre mobilidade dos fatores de produção e dos agentes econômicos; d) não existe economia de escala; e) não existem externalidades na produção e no consumo causadas pelo governo; e f) todos os bens têm substituto perfeito (DAMI, 2006; PINDYCK, RUBINFELD, 2002).

Alternativamente à economia neoclássica, a NEI surge na tentativa de explicar a firma não somente sob o ponto de vista dos custos de produção, mas também com enfoque nos custos de transação incorridos em função dos contratos que são estabelecidos entre as partes envolvidas e que nem sempre contemplam todos os elementos importantes das transações (COASE, 1998). Segundo Bernardes e Brandão (2005), as bases teóricas da NEI permitiram apreender as empresas como uma

hierarquia de contratos, fato este que pode ser caracterizado como o elemento teórico central para entendimento da governança corporativa.

O início das pesquisas sobre governança corporativa no âmbito das finanças corporativas pode ser atribuído à separação entre propriedade e controle, analisada no trabalho seminal de Berle e Means (1932), *The modern corporation and private property*. O estudo descreve a formatação moderna das organizações e o modo como isso influencia seu gerenciamento, tendo como pano de fundo a visão contratual da firma.

Os autores analisaram o controle das 200 maiores empresas norte-americanas no início da década de 1930 e observaram um aprofundamento da dispersão da propriedade e a proliferação de diferentes formatos de controle. Andrade e Rossetti (2009) atribuem esta maior dispersão do capital ao aumento da negociação em bolsas de valores dos títulos representativos da propriedade das empresas. Dessa forma, a estrutura tradicional das organizações na qual o proprietário também exerce a gestão cedeu espaço para uma em que propriedade e gestão se dissociaram.

Logo, pode-se afirmar que o estudo de Berle e Means (1932) ensejou a formulação da teoria de agência, que incorporou alguns anos adiante as contribuições de Jensen e Meckling (1976). Ambos os estudos convergem no que diz respeito ao conflito de interesses existente em decorrência da separação entre propriedade e controle: os acionistas e demais proprietários do capital buscam a geração e maximização de valor da empresa ao passo que os gestores profissionais tomam ações com vistas à maximização de sua função utilidade, que nem sempre são aderentes aos anseios dos proprietários. Sobre isso, Berle e Means (1932) afirmam:

[...] Hoje ainda se espera que as organizações se movimentem em função dos interesses de seus proprietários (...) mas será que há alguma razão para supor que os indivíduos que controlam uma sociedade anônima moderna também queiram movimentá-la no interesse dos proprietários? A resposta a essa questão depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses dos proprietários (BERLE; MEANS, 1932, p. 123-124).

Desta forma, passa a existir uma visão contratual das relações na qual os proprietários e acionistas outorgam aos gestores determinadas ações. Posteriormente ao estudo de Berle e Means (1932), o trabalho de Coase (1937) se destaca pelas contribuições à visão contratual da firma a partir do avanço na teoria dos custos de

transação. Esta teoria reflete os custos incorridos quando da negociação e fechamento dos contratos mas também evidencia a incompletude destes instrumentos celebrados entre gestores e proprietários por conta das diversas contingências que podem ocorrer e não são antecipadas nos contratos.

Em um contexto de separação entre propriedade e controle e, por conseguinte, da noção contratual que envolve as relações a partir desse momento, passa a existir uma relação de agência. Jensen e Meckling (1976) foram os primeiros a apresentar a Teoria de Agência de forma ampla, definindo uma relação de agência como sendo um “contrato em que uma ou mais pessoas – o principal – indica outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma atividade em seu favor”.

O trabalho dos autores veio qualificar o teor dos relacionamentos e custos de agência ocorridos nas organizações, à luz de uma abordagem contratual pela qual o principal (outorgante) concede ao agente (outorgado) a função de exercer as tarefas conforme os anseios do primeiro. Ocorre, porém, que os objetivos do agente podem não estar completamente alinhados aos interesses do principal, o que faz surgir os conhecidos “conflitos de agência”.

A quarta seção do artigo de Jensen e Meckling (1976) aborda exatamente o relacionamento de agência entre credores e acionistas e seus custos correspondentes, os chamados “custos de agência da dívida”. Segundo os autores, os acionistas podem se valer de “estratégias egoísticas” e, observando seu próprio interesse, expropriar a riqueza dos credores. Essas estratégias se relacionam ao:

- **incentivo a assumir riscos elevados utilizando capital de terceiros:** se o projeto em questão resultar em sucesso, os acionistas capturam a maior parte dos ganhos, visto que os credores têm direito apenas à parcela fixa de juros. Ao contrário, caso o resultado seja de prejuízo, a perda maior é recaí sobre os credores pois existe a possibilidade da empresa não conseguir honrar os compromissos firmados com eles.
- **incentivo ao subinvestimento em uma situação de elevado endividamento da empresa e risco eminente de falência:** nessa situação os novos investimentos viabilizados com capital próprio serão rejeitados pelos acionistas pois os credores irão absorver total ou parcialmente, sob a forma de juros, os resultados do projeto.

- **incentivo ao esvaziamento da propriedade:** em uma situação pré-falimentar, os acionistas podem gerar uma retirada de capital próprio da empresa de modo a reduzir a parcela que caberia aos credores quando da liquidação.

Em função dos efeitos de incentivo que os acionistas têm para expropriar os credores ou, dito de outra forma, do desalinhamento de interesses e dos custos decorrentes deste conflito, ganha em relevância os modelos de governança capazes de atenuar os conflitos de agência no decorrer do tempo. Cumpre destacar que este conflito de interesses está presente também entre acionistas majoritários e minoritários por conta da assimetria de direitos existente entre eles, sobretudo em mercados com fraca proteção legal como é o caso brasileiro.

Autores como Jensen e Smith (1985), Bhojraj e Sengupta (2003), Cremers, Nair e Wei (2004), Klock, Mansi e Maxwell (2004) e Li, Tuna e Vasvari (2012) afirmam que uma governança mais robusta tende a mitigar o risco de *default* da dívida por conta da menor chance de ocorrência de conflitos de agência e da melhoria no controle interno. Isto ocorre basicamente, de acordo com Li, Tuna e Vasvari (2012), quando existe um Conselho de Administração maior e mais capacitado que gera nos credores uma avaliação de melhor capacidade de monitoramento por parte da empresa.

Cremers, Nair e Wei (2004) abordam a influência da governança sobre o processo de emissão de dívida de forma mais ampla, afirmando que os dispositivos internos e externos de governança afetam o custo da dívida via o canal da maior credibilidade passada aos credores, que requerem da empresa um menor prêmio.

Adotou-se neste trabalho o conceito de governança corporativa proposto por Shleifer e Vishny (1997, p. 737), que apontam que “a governança corporativa trata das formas pelas quais os investidores asseguram o retorno do seu investimento”. Nesse sentido, os autores tratam o tema sob o paradigma da teoria de agência, pelo qual concedem atenção especial à proteção legal dos investidores e à concentração de propriedade.

Quadro 1 – Definições de Governança Corporativa

CVM (2002)	Arcabouço de práticas orientadas a aperfeiçoar o desempenho das empresas por meio da proteção às partes interessadas, viabilizando o acesso ao capital.
------------	---

(continua)

OCDE (2004)	Estrutura pela qual se torna possível atingir os objetivos da firma, além de determinar as formas pelas quais esses objetivos serão alcançados e como os resultados serão monitorados.
IBGC (2009)	Trata do relacionamento entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle, o que acaba por determinar o sistema de administração das empresas.

Fonte: Elaboração própria a partir de CVM (2002), OCDE (2004), IBGC (2009) e Peixoto (2012).

Assinalam-se ainda as definições de governança corporativa propostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em um documento de adoção não compulsória com condutas de governança corporativa editado em 2002, pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no documento de “Princípios de Governança Corporativa” organizado em 2004, e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e seu “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” editado em 2009.

2.2. Governança corporativa no Brasil

Segundo Carvalho (2002), Carvalhal-da-Silva (2004) e Muritiba *et al.* (2010), a abertura da economia brasileira, o processo de privatizações e o aumento dos investimentos estrangeiros no país durante a década de 1990 concorreram para uma importante reestruturação societária nas empresas do setor privado nacional. Este fato, por seu turno, implicou em mudanças nas relações entre acionistas e gestores e acionistas majoritários e minoritários e contribuiu para o aprimoramento das boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras.

Isto porque este movimento fez prevalecer uma estrutura de propriedade acionária fundamentalmente concentrada em um acionista controlador ou bloco de controle, o que sugere maior expropriação dos acionistas minoritários e, portanto, define o principal conflito de agência existente no país: entre acionistas majoritários e minoritários (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; SILVEIRA; SAITO, 2008; CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVEIRA, 2013).

No que tange ao conflito de acionistas e credores no Brasil e os dispositivos de governança corporativa necessários à sua mitigação, existem poucos trabalhos que

relacionam essa temática. Em suma, os trabalhos conduzidos para o Brasil testam se a governança corporativa das empresas contribui com a explicação das condições de custo das captações, como em Lima *et al.* (2004), Alencar e Lopes (2005) e Lopes e Martins (2007).

Do esforço de aprimoramento das práticas de governança corporativa para combater o conflito de agência nas organizações brasileiras podem-se estabelecer alguns marcos importantes. Em 1995 foi fundado IBGC, inserindo o país em um movimento mais amplo de nações que passaram a reconhecer a importância das práticas de governança e, para tanto, incentivaram a criação de instituições para discussão do tema (DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012).

O instituto passou a editar os “códigos de melhores práticas de governança corporativa” de modo a contribuir para o aperfeiçoamento do arcabouço institucional e da conduta das empresas brasileiras. O primeiro código foi criado em 1999 e tratou basicamente de questões relacionadas ao conselho de administração: composição, atribuições e funcionamento (SILVEIRA; SAITO, 2008).

Em 2001 o código passa pela primeira revisão, na qual passam a ser tratados outros agentes da governança corporativa: conselho fiscal, gestores e auditoria independente. A terceira versão é editada em 2004 e detalha o papel das diferentes partes interessadas da governança, abordando inclusive questões relacionadas com o conceito de responsabilidade corporativa (CALSAVARA, 2013).

A quarta versão do código, editada em 2009 e que vigora ainda hoje, está dividida em seis seções: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses. Pela quantidade de dimensões contempladas, Calsavara (2013) destaca como essa versão se modernizou em resposta às novas demandas impostas pelo mercado (escândalos contábeis nos EUA no início dos anos 2000, período de forte crescimento do mercado de capitais brasileiro até 2007, crise do *subprime* de 2008, entre outros) (IBGC, 2009; AZEVEDO *et al.*, 2011).

A CVM também editou, em 2002, um documento de adoção não compulsória com condutas de governança corporativa. De acordo com Silveira e Saito (2008), o código publicado pela comissão se coloca como uma experiência de autorregulação para as empresas a partir da realidade internacional e local percebidas pelo órgão e tem por objetivo contribuir com a ampliação do mercado de capitais brasileiro. Os autores

destacam ainda que as práticas indicadas enfatizam os dispositivos de estrutura de propriedade e direito dos acionistas.

Ainda no âmbito institucional destaca-se a criação em 2000 dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) por parte da Bolsa de Valores de São Paulo (à época, Bovespa). Os segmentos de negociação divididos em nível 1, nível 2, nível 3 e Novo Mercado cumprem a função de um mecanismo de auto regulação pelo qual as empresas se comprometem de forma voluntária a adotar padrões superiores de governança corporativa, adicionalmente ao que é exigido das empresas pertencentes ao mercado de negociação tradicional e pela legislação vigente. A listagem nos novos segmentos fica vinculada ao cumprimento de padrões mínimos de gestão e de garantias no estatuto social da empresa de cumprimento dos direitos dos acionistas minoritários (SILVEIRA, 2013).

Segundo a BM&FBovespa (2011) os segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos com o propósito de favorecer o ambiente de negociação tanto do ponto de vista dos investidores, que têm reduzido os riscos associados ao investimento por disporem de informações mais transparentes, quanto das empresas, por conta da melhor precificação das ações em função do menor risco da emissão.

Carvalho e Pennacchi (2006), em estudo sobre as empresas que migraram para os segmentos de maior nível de governança corporativa, apontam que as mesmas apresentaram uma valorização de suas ações superior à média do mercado no momento imediatamente anterior à migração. Os autores concluem que a listagem diferenciada contribui para aumentar a confiança do investidor e as negociações no mercado de capitais doméstico. Os resultados encontrados por Antonelli *et al.* (2011) também corroboram o que apregoou a BM&FBovespa quando da instituição dos NDGC na medida em que mostram que 68% da amostra (ou 39 casos estudados) teve uma redução do risco, medido pelo coeficiente beta, após migração ou adesão a um dos segmentos diferenciados de listagem.

O Quadro 2 sintetiza os principais regulamentos que devem ser cumpridos pelas empresas em cada um dos diferentes níveis de listagem na BM&FBovespa. Pela ordem, o segmento mais avançado na escala de exigências deve acumular todos os requisitos dos níveis anteriores e eventualmente acrescentar algum outro ou tornar mais completo o que já possui. Por exemplo, uma empresa para participar do Novo Mercado deve

atender a todas as exigências do Nível 2 além de ter 100% de suas ações do tipo “com direito a voto”.

Segundo Peixoto (2012), esta exigência do Novo Mercado de apresentar todo o capital social sob a forma de ações ordinárias é sua principal inovação diante dos demais segmentos. O atendimento dessa exigência permite viabilizar o que Silveira *et al.* (2004) chamaram de relação “uma ação-um voto”, que assegura uma redução da concentração do controle por parte dos acionistas majoritários.

Black, Carvalho e Gorga (2010), Black, Carvalho e Gorga (2012), Bennedsen, Nielsen e Nielsen (2012) e Carvalho e Pennachi (2012) apontam que os novos segmentos de listagem da BM&FBovespa demonstram a capacidade de uma bolsa de valores ocupar o espaço deixado pela legislação ainda falha no país no que diz respeito à proteção aos acionistas minoritários e dotar o sistema de diversos dispositivos de boa governança. Ou seja, os NDGC induzem as empresas a assumirem de forma continuada práticas robustas de governança corporativa já que nestes segmentos as exigências são ainda maiores que aquelas definidas nas leis pertinentes.

A BM&FBovespa criou também, em 2001, um índice de ações no qual seriam listadas as empresas optantes por um dos segmentos diferenciados de listagem: o Índice de Governança Corporativa (IGC). A iniciativa do IGC também se situou na linha de preencher as lacunas deixadas pelo governo e permitir que as companhias que fizessem parte do mesmo pudessem apresentar um melhor desempenho de suas ações (ROGERS, 2006).

Adicionalmente à atuação da BM&FBovespa, o BNDES e o Banco Central do Brasil (BACEN) criaram mecanismos para incentivar a aplicação em ações de companhias relacionadas ao IGC ou efetuando eles mesmos investimentos nas referidas empresas o que, em última instância, contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional em face da dificuldade das empresas brasileiras de obterem fontes de financiamento de longo prazo (VIEIRA; CORRÊA, 2002; ROGERS, 2006; CARVALHAL-DA-SILVA; ZORMAN, 2012).

Dentre as medidas tomadas destaca-se a criação de novos regulamentos para definição dos limites de aplicações feitas por fundos de pensão e demais investidores institucionais e do Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa (PIAPGC) do BNDES. O PIAPGC, criado no final de 2002 pelo banco,

oferece condições diferenciadas àqueles clientes que assumam espontaneamente boas práticas de governança corporativa (PEREIRA, 2010).

Quadro 2 – Requisitos para listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .	No mínimo, 25% de <i>free float</i> .	Não há regra.
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON.	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais).	Permite a existência de ações ON e PN.	Permite a existência de ações ON e PN.
Conselho de administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandatos de 2 anos.	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandatos de 2 anos.	Mínimo de três membros (conforme legislação).	Mínimo de três membros (conforme legislação).
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	US GAAP ou IFRS.	US GAAP ou IFRS.	Facultativo.	Facultativo.
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON.	100% para ações ON e PN ¹² .	80% para ações ON (conforme legislação).	80% para ações ON (conforme legislação).
Adoção da câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório.	Obrigatório.	Facultativo.	Facultativo.

Fonte: Extraído de Peixoto (2012).

Conforme os níveis de exigência do programa, os benefícios às empresas podem ser maior participação do banco no investimento pretendido, aumento do prazo do financiamento e redução do custo financeiro da operação (PEREIRA, 2010; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011; CARVALHAL-DA-SILVA; ZORMAN, 2012). Estas medidas e as demais citadas evidenciam a atuação das instituições no estímulo à autorregulação e adoção de boas práticas de governança corporativa no âmbito das empresas brasileiras.

Adicionalmente às iniciativas tomadas no âmbito institucional, destaca-se também as ações ocorridas no aparato legal brasileiro, quais sejam: a aprovação da Lei nº 10.303/2001, conhecida como a “Nova Lei das S.A.s”; nova Lei de Falências (nº 11.101/2005) orientada a oferecer maior segurança jurídica aos credores; publicação das Leis 11.638/2007 e 11.941/2009, sobre a harmonização das práticas contábeis brasileiras às internacionais (PEIXOTO, 2012; CALSAVARA, 2013).

No que tange à nova Lei de Falências, sua edição promoveu uma harmonização do processo brasileiro de recuperação das empresas aos padrões internacionais, impondo mudanças relacionadas a i) substituição da concordata pela recuperação judicial, o que representa participação dos credores em um eventual plano de

recuperação, ii) criação do evento de recuperação extrajudicial, que favorece a celebração de acordos informais entre as partes, iii) advento da Assembléia Geral de Credores, que acompanha o processo de recuperação judicial, entre outros aspectos (ARAUJO; LUNDBERG, 2005). Em suma, a nova legislação de proteção aos credores traz mais transparência e previsibilidade ao processo pré-falimentar e falimentar.

A Lei 10.303/2001 representou a reforma da Lei 6.404/1976, até então a legislação que regia contabilmente as sociedades anônimas (S.A.s) no Brasil. Peixoto (2012) afirma que a nova lei buscava oferecer maior segurança ao acionista minoritário ao propor maior efetividade à sua participação nas empresas investidas. Nessa linha, os principais avanços da lei foram: a) a proporção máxima entre ações com e sem direito passa de 33% para 50% o que, na prática, significa que para se ter o controle o acionista majoritário necessita deter maior parcela de ações do que antes; b) indicação de câmaras de arbitragem para resolução de conflitos; c) permissão para que os minoritários possam decidir pela eleição ou destituição de membros do Conselho de Administração.

Santos *et al.* (2009) também destacam os avanços da Lei 10.303/2001 no que concerne à proteção aos minoritários:

“evidencia-se a possibilidade de disputas (entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os minoritários) serem resolvidas por meio de câmaras de arbitragem. Salienta-se, ainda, o aumento do poder individual dos membros do conselho fiscal, estabelecido pela norma que obriga os administradores a revelar quaisquer mudanças na propriedade da empresa à Comissão de Valores Mobiliários, bem como às bolsas de valores em que as ações da companhia são negociadas.” (SANTOS *et al.*, 2009, p.36)

As leis 11.638/2007, que impôs alterações importantes ao padrão contábil brasileiro e trouxe consigo avanços no sentido da evidenciação de informações contábeis, e 11.941/2009, com mudanças nas legislações tributárias e societárias, continuaram as reformas da legislação de 1976 e, juntamente com a Lei 10.303/2001, consistem em um marco importante para o aprimoramento do aparato legal de governança corporativa no Brasil (SILVA, 2009; PEIXOTO, 2012; CALSAVARA, 2013).

2.3. Governança corporativa na Índia

Ao explorar a questão da governança corporativa no Brasil foi possível verificar que se aplica no país o modelo de empresa tal qual estudado por Berle e Means (1932),

ou seja, com indícios de separação entre propriedade e controle. Porém, diferentemente da realidade americana analisada pelos autores na qual prevalece uma estrutura de propriedade difusa, a concentração acionária marca a economia brasileira. Aliás, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) apontam que a realidade de propriedade difusa fica geralmente restrita a países de tradição jurídica anglo-saxã (Estados Unidos e Inglaterra, basicamente), de modo que o grande conjunto dos países pauta-se por menor proteção legal aos investidores e forte concentração de propriedade.

Portanto, a regulação de governança corporativa em países marcados pela concentração acionária deve dar conta do principal problema de agência existente, qual seja, entre acionistas majoritários e minoritários. Dito de outra forma, os mecanismos de governança corporativa desenvolvidos devem a rigor combater o conflito de agência prevalente naquele país.

Nesse sentido, o exame da questão de governança corporativa na Índia presume uma visão geral sobre a tradição jurídica da Índia e a natureza da estrutura de propriedade naquele país para, posteriormente, apresentar o arcabouço institucional e legal em face dos problemas de agência típicos do país.

2.3.1. Breve histórico da legislação e corporação indianas

A legislação empresarial indiana traz consigo grande influência da tradição jurídica anglo-americana em função da condição de colônia britânica a que se sujeitou até 1947. A Lei das Sociedades por Ações da Índia, de 1850, se baseou na Lei das Sociedades por Ações inglesa de 1844. A lei de 1850, erigida sob o domínio britânico, começa a ser revista após 1947 em função da independência do país de modo a conter a nova agenda idealizada pelo governo, que previa forte intervenção em todas as áreas da atividade comercial inclusive nas finanças corporativas (AFSHARIPOUR, 2009).

A Lei das Sociedades Comerciais, editada em 1956 e alterada posteriormente, define os dispositivos orientadores para constituição, funcionamento e liquidação das empresas indianas, sejam públicas ou privadas. A lei define a situação regulamentar dos conselhos de administração, da proteção dos investidores e da transparência das informações, mas o faz de forma limitada e frágil. Por exemplo, não prevê composição e independência ideal do conselho, foca basicamente em casos de opressão e má gestão quando trata de proteção aos investidores e desobriga empresas cujas ações não são

listadas em qualquer bolsa de valores indiana a apresentar relatórios trimestrais ou semestrais aos acionistas (AFSHARIPOUR, 2009).

Soma-se à incipiente legislação societária indiana no pós-independência as decisões de política tomadas a partir de então. As medidas levadas a efeito pelo governo indiano previam a centralização das ações no Estado e incluíam regras complexas para licenciamento de empreendimentos industriais, forte protecionismo comercial sob a forma de elevadas barreiras tarifárias e restrição à atuação de empresas estrangeiras e do comércio externo, além do acentuado controle burocrático (AFSHARIPOUR, 2009).

De acordo com Chakrabarti (2005) e Bhardwaj (2011), grande parte dos negócios criados após a independência eram amparados pelas chamadas ‘*managing agencies*’, nas quais atuavam os “promotores” que aportavam uma quantidade mínima de capital próprio e preparavam a empresa ou para realizar uma oferta pública ou para receber aporte de instituições financeiras instituídas pelo Estado. Havia ainda uma terceira via possível de contribuição por parte de instituições de investimento.

Segundo Bhardwaj (2011), esta e outras medidas inseridas no período pós-independência, marcadas pelo forte controle estatal, moldaram de forma inequívoca a estrutura de propriedade, o financiamento e crescimento das empresas indianas. Dentre as principais ações de ordem política e legislativa tomadas, o autor destaca:

- a. O *Industry Act* de 1951 exigia que todas as unidades industriais deveriam obter licença de operação junto ao governo central;
- b. O *Industrial Policy Resolution* de 1956 determinava um papel dominante do setor público em alguns setores da economia ao estipular quais indústrias o Estado iria operar de forma exclusiva ou ser o maior responsável;
- c. O *Capital Issues Act* regulamentou a criação em 1947 do *Controller of Capital Issues* (CCI) que, por sua vez, daria autorização para emissão de valores mobiliários e definiria inclusive os preços das emissões;
- d. O *Foreign Exchange Regulation Act* de 1973 previa que as empresas multinacionais que operassem na Índia deveriam reduzir sua participação acionária abaixo do patamar de 40% e alienar o restante a investidores indianos.

Para Chakrabarti, Yadav e Megginson (2007), tais medidas, principalmente o *Industry Act* de 1951 e o *Industry Policy Resolution* de 1956, marcaram o

encaminhamento da Índia pós-independência para o socialismo por meio da formalização de um regime de licenciamento, proteção e burocracia que fomentou a corrupção e dificultou o crescimento do setor corporativo indiano. O resultado foi uma atuação preponderante do Estado na definição dos rumos da economia na medida em que deteve legalmente o controle sobre a criação e funcionamento das empresas na Índia, dispensando aos mercados um papel menor nessa dinâmica.

Por conta da pouca eficiência dos mercados de ações na alocação de recursos às companhias indianas, o financiamento corporativo coube majoritariamente a três instituições estatais de desenvolvimento: a) *Industrial Finance Corporation of India* (IFCI); b) *Industrial Development Bank of India* (IDBI); e c) *Industrial Credit and Investment Corporation of India* (ICICI). Soma-se a estas as diversas instituições financeiras do Estado e o fundo mútuo estatal, *Unit Trust of India*, todos atuando como principais agentes financiadores de longo prazo (CHAKRABARTI; YADAV; MEGGINSON, 2007).

Em tese o sistema de governança corporativa indiano, calcado na atuação do sistema bancário, rumava para convergir ao modelo alemão. Ocorre, porém, segundo Chakrabarti (2005), que as instituições emprestadoras avaliavam os clientes tendo como critério a quantidade dos empréstimos e não sua qualidade e, por conseguinte, seu incentivo para monitorá-los era reduzido. A rigor as instituições financeiras participavam dos conselhos de administração das empresas aportadas mas não exerciam efetivamente o poder decisório. Sobre essa situação, Chakrabarti (2005) e Chakrabarti, Yadav e Megginson (2007) destacam que esse sistema implicou no exercício dos direitos de controle por parte dos proprietários em uma proporção muito maior do que a participação acionária detida por eles.

Por consequência desta ineficácia dos conselhos de administração os direitos dos acionistas minoritários foram em grande medida prejudicados, mesmo após terem sido regulamentados pela Lei das Sociedades por meio de instruções claras de manutenção e atualização de sua participação. Segundo Chakrabarti (2005) e Chakrabarti, Yadav e Megginson (2007), os “promotores” se valiam de ações sem direito a voto para direcionar fundos e expropriar os minoritários, além da apropriação de benefícios controle por parte da administração em casos fortuitos de aquisições corporativas.

No que tange à proteção aos credores, o sistema indiano também enfrenta problemas nesse período. O sistema de falências e reorganização de empresas se submete ao *Sick Industrial Companies Act* de 1985 (SICA), pelo qual uma empresa é tida como em situação difícil (“doente”) apenas depois de ter todo seu patrimônio líquido erodido e ser submetida ao *Board for Industrial and Financial Reconstruction* (BIFR). Sob a tutela do BIFR, as empresas deveriam ser protegidas das pretensões dos credores por ao menos quatro anos. Contudo, nota-se que poucas empresas emergem com sucesso do aparato do BIFR em função dos atrasos no processo de liquidação, que leva em média mais de dez anos e se dá em um contexto de forte desvalorização dos ativos da empresa em fase de descontinuação. Portanto, a proteção dos direitos dos credores era regulamentada mas não executada a contento. (CHAKRABARTI; YADAV; MEGGINSON, 2007).

Em relação à divulgação de informações financeiras, Chakrabarti, Yadav e Megginson (2007) apontam que mesmo dispondendo de normas superiores à maior parte dos países asiáticos, a Índia apresentava um alto índice de descumprimento das regras de publicação e as punições por parte do *Institute of Chartered Accountants* eram simbólicas e com poucos efeitos práticos, ou mesmo não aconteciam.

Para Chakrabarti, Yadav e Megginson (2007) e Varshney, Kaul e Vasal (2012), os mercados de ações no período pós-independência foram marcados pela insuficiência de condições necessárias para o controle efetivo das empresas como, por exemplo, liquidez e robustez do sistema. O país herdou regras claras de listagem e negociação de transparência, mas que não eram monitoradas e cumpridas. Portanto, segundo os autores, os acionistas minoritários e credores permaneceram desprotegidos na Índia mesmo com o advento da legislação societária existente.

2.3.2. Desenvolvimentos recentes em governança corporativa

O período compreendido entre 1947 e 1991 foi marcado por políticas de governo que previam um significativo envolvimento do Estado na oferta pública de ações e em quase todos os aspectos da gestão empresarial na Índia. O período inaugurado na década de 1990 representa a desmobilização do aparato estatal socialista montado após a independência e o estabelecimento de novos regulamentos e instituições com vistas a monitorar o mercado de capitais daquele país (CHAKRABARTI, 2005; KHANNA;

BLACK, 2007; AFSHARIPOUR, 2009; ARMOUR; LELE, 2009; AFSHARIPOUR, 2010; BHARDWAJ, 2011; VAROTTIL, 2012).

Nesse momento, em resposta à grave crise fiscal enfrentada pelo país em 1991, inicia-se na Índia um período de reformas liberalizantes que determinam o desenvolvimento moderno do mercado de ações e dos dispositivos de governança corporativa do país. Os marcos principais deste movimento são atribuídos à extinção, em 1991, da Lei 1.951 e à criação de um novo ente regulador do mercado de capitais, o *Securities and Exchange Board of India* (SEBI), em 1992. Khanna e Palepu (2005) apresentam os desdobramentos do estabelecimento da SEBI:

Following the establishment of SEBI, a number of significant capital market reforms were put in place: new regulations strengthening corporate disclosure and governance standards, new regulations and enforcement mechanisms to ensure orderly and fair trading practices on the country's stock exchanges, and the opening of the market to international financial intermediaries. Companies were allowed to float shares at market prices, rather than at the artificially low prices dictated by the Controller of Capital Issues. Finally, Indian companies were also allowed for the first time to list on international stock exchanges (KHANNA; PALEPU, 2005, p. 302).

A SEBI tem o papel de registrar e regulamentar as bolsas de valores indianas – a *Mumbai Stock Exchange* (BSE) e a *National Stock Exchange* (NSE) – assegurado por uma legislação específica, o *SEBI Act* de 1992, que garante à instituição amplo poder de regulamentação e fiscalização das bolsas de valores. A forma frequentemente utilizada pelo órgão para promover as primeiras reformas de governança corporativa na Índia foi a de alterar os chamados “códigos de listagem” das empresas, instrumento que define os procedimentos a serem adotados pelas empresas que queiram listar-se em um dos índices acionários do país. Este acordo, que prevê a observância de padrões de governança corporativa e outras obrigações por parte das empresas, se mostra mais flexível do que eventuais alterações legislativas (AFSHARIPOUR, 2009).

As questões tratadas nos acordos envolvem apresentação sistemática das demonstrações financeiras, consideração de condições referentes à independência dos conselheiros e cumprimento de demais dispositivos determinados pela SEBI ou qualquer outro ente governamental, sendo passível de punição por parte dos “departamentos de listagem” os eventuais descumprimentos do acordo (AFSHARIPOUR, 2009).

Para Armour e Lele (2009) e Afsharipour (2009), a SEBI foi resultado de um esforço deliberado do governo central indiano, após a liberalização econômica iniciada em 1991, rumo a um maior desenvolvimento dos mercados de capitais na Índia a partir do expediente de estabelecer um controle regulatório mais efetivo. Ou seja, a entidade desempenharia um papel semelhante ao da *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos EUA.

Khanna e Black (2007) apontam que a primeira metade da década de 1990 a economia indiana marcou o início do ciclo de crescimento das empresas daquele país buscando as oportunidades fornecidas pela liberalização e o crescimento da terceirização. Para tanto as empresas indianas passaram a buscar capital para financiar sua expansão via mercado de capitais, o que suscitou uma nova rodada de reformas da governança corporativa.

O marco relevante que se seguiu foi a promulgação em 1998, pela *Confederation of Indian Industry* (CII), do *Corporate Governance Code*. A proposta inicial da CII recomendava as medidas apenas para grandes empresas, de modo que a adoção por outras empresas acabou sendo voluntária. No ano seguinte a SEBI anunciou a formação do comitê *Kumarmangalam Birla Committee* (KMBC), que também deveria propor reformas de governança corporativa.

As reformas propostas pelo KMBC ficaram conhecidas como “Cláusula 49” por terem sido estabelecidas sob a forma de um adendo aos acordos de listagem das bolsas de valores, mediante a inclusão de uma nova cláusula 49. Para Khanna e Black (2007) e Pande (2011), esse movimento foi um divisor de águas em se tratando de governança corporativa na Índia.

Assim como os padrões de governança dos EUA e do Reino Unido, a reforma promovida pela Cláusula 49 seguiu um modelo baseado na perspectiva do custo de agência. Como resultado, o documento incluía regras sobre o papel do conselho de administração e dos controles internos (CHAKRABARTI, 2005; ARMOUR; LELE, 2009; AFSHARIPOUR, 2010).

Somam-se à Cláusula 49 outras iniciativas no sentido de tornar mais robusto o aparato de governança corporativa em face do novo período vivido pela Índia e suas empresas. Ocorre, porém, que as reformas sugeridas por essas formações deveriam se dar no âmbito da Lei das Sociedades Comerciais, o que acabou sendo um fracasso. A

rigor, essas alterações foram recomendadas pelo *Ministry of Company Affairs* (MCA) e não conseguiram rivalizar com as reformas propostas pela SEBI que, de forma geral, discutiam propostas em comitês e propunham alterações em acordos de listagem (AFSHARIPOUR, 2009).

Quadro 3 – Padrões de governança corporativa observados no Brasil e Índia

Governança Corporativa	Brasil	Índia
	Padrões/traços	Padrões/traços
Relação com <i>stakeholders</i>	<ul style="list-style-type: none"> - propriedade concentrada; - predomínio dos acionistas majoritários; - principal conflito de interesses recai na fraca proteção aos acionistas minoritários; - existe uma legislação para resguardar os credores (Lei de Falências) mas o cumprimento ainda aponta fragilidades. 	<ul style="list-style-type: none"> - propriedade concentrada; - predomínio dos acionistas majoritários (conhecidos como <i>promoters</i>); - principal conflito de interesses recai na fraca proteção aos acionistas minoritários; - o aparato legal para proteção dos credores (SICA) não se mostra adequado em sua operacionalização.
Reformas em GC	<ul style="list-style-type: none"> - esforços de autorregulação para melhorar o aparato de GC: Manuais editados pela CVM e IBGC, NDGC e NMRF. 	<ul style="list-style-type: none"> - alterações mais bem sucedidas se deram no âmbito da autorregulação do que de mudanças legais: Acordos de Listagem das bolsas, CII e Cláusula 49.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 3 sumariza os traços de governança corporativa identificáveis aos dois países e, para além disso, as similaridades entre eles no que diz respeito ao padrão seguido para aperfeiçoamento da estrutura de governança corporativa da economia como um todo e a forma como se processa o relacionamento entre os *stakeholders*.

3. EMISSÃO DE TÍTULOS DE DÍVIDA

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), as decisões pertinentes à gestão das finanças empresariais podem ser descritas em três grupos: a) as relativas aos investimentos de longo prazo a serem realizados; b) as relacionadas às fontes de recursos que servirão a estes investimentos e c) as decisões referentes à destinação dos resultados obtidos pela empresa.

Em última instância, todas essas decisões e cada uma a seu modo afetam a geração de riqueza aos acionistas. Especificamente em relação às fontes de financiamento da empresa, que podem ter origem em recursos próprios ou de terceiros, as decisões determinam sua estrutura de capital e, por extensão, seu custo de capital e seu valor, conforme aponta a vasta literatura sobre o tema (SOUZA, 2012; PEREIRA, 2012).

Os desenvolvimentos envolvendo essa temática foram iniciados por Modigliani e Miller (1958) em sua teoria da irrelevância da estrutura de capital, pela qual o endividamento da empresa determinaria apenas a divisão do seu valor entre seus financiadores, a saber, capital de terceiros e capital próprio. Isto significa afirmar que o valor da empresa é único, variando simplesmente conforme as fontes adotadas. Mais adiante os próprios autores Modigliani e Miller (1963) propuseram uma alteração ao seu modelo ao incorporarem o elemento do benefício fiscal da dívida, apontando que os juros subjacentes ao endividamento, ao abaterem o lucro tributável, interferem no valor da empresa (SOUZA, 2012).

Logo se seguiram as teorias de *trade-off* e de *pecking order* de Myers (1984) no sentido de aprimorar os teoremas anteriores a partir da consideração das diferenças de risco e custo entre capital próprio e de terceiros, o que afeta decisivamente o valor das empresas. Basicamente, estes atributos do capital (risco e custo) se diferenciam entre as fontes em função de dois elementos: a) prazo de exigibilidade e b) garantia do recebimento (PEREIRA, 2012).

No que tange ao prazo de exigibilidade, os recursos de terceiros são concedidos por meio de instrumentos formais que determinam o vencimento da dívida, ao passo que o aporte de capital próprio em geral não estipula esse período. Já em relação à garantia de recebimento, os contratos estabelecidos quando da tomada dos recursos de terceiros determinam também a remuneração periódica do capital sob a forma de pagamento de juros em datas definidas. Por outro lado, a remuneração do capital

próprio sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio só ocorre após liquidadas as obrigações com terceiros e, a depender da legislação societária vigente, se houver disponibilidade de caixa.

Cumpre mencionar que o capital de terceiros aufera apenas a remuneração pactuada na contratação da dívida, enquanto que se adiciona à remuneração do capital próprio, além daquela proveniente das distribuições, os chamados ganhos de capital decorrentes de um eventual aumento no valor da empresa (PEREIRA, 2012).

Portanto, nota-se que o risco associado ao capital próprio é superior àquele incorrido pelo capital de terceiros, em função da penalidade imposta ao primeiro no que se refere ao seu prazo de exigibilidade e garantia do recebimento, o que implica em um custo igualmente superior à primeira fonte em comparação com a última.

Na esteira do debate sobre a teoria de Modigliani e Miller e tendo como pano de fundo o conceito de custo e risco diferentes entre as fontes de recursos, a teoria de *pecking order* aponta que a decisão de financiamento das firmas segue uma hierarquia entre as fontes, segundo a qual primeiramente opta-se por recursos próprios (lucros e/ou dividendos retidos). Caso o montante retido não seja suficiente as empresas seguem para a captação via emissão de dívidas (financiamento bancário ou emissão de títulos em mercado de capitais) e, como último recurso, adotam a emissão de ações como forma de financiamento de suas operações. Em suma, esta teoria aponta que é preferível o financiamento com lucros retidos a dívida com terceiros, e dívida com capital de terceiros é preferível a financiamento com capital próprio (SOUZA, 2012).

Este trabalho trata da emissão de títulos de dívida corporativa ou simplesmente de dívida corporativa em função de sua preferência na hierarquização proposta pela teoria de *pecking order* em se tratando de financiamento cumprido por recursos de terceiros. Títulos corporativos são instrumentos de dívida que apresentam características de renda fixa, ou seja, garantem aos seus detentores o direito de crédito perante o emissor (ANDIMA, 2012; ANBIMA, 2013).

Pimentel *et al.*(2008) qualificam estas emissões como sendo de curto, médio e longo prazo e com possibilidade de serem feitas tanto no mercado doméstico como no internacional. Nesse sentido, quando realizadas no mercado local as emissões podem ser:

- a) de curto prazo, sob a forma de notas promissórias ou *commercial papers*;
- b) de longo prazo, sob a forma de debêntures.

As emissões efetivadas no mercado internacional obedecem a seguinte qualificação, ainda de acordo com Pimentel *et al.* (2008):

- a) de curto prazo (até um ano de prazo de vencimento), sob a forma de *commercial papers*;
- b) de médio prazo (normalmente até 10 anos), sob a forma de *notes* ou *euronotes*;
- c) de longo prazo (prazo de vencimento superior a 10 anos), sob a forma de *bonds* ou *eurobonds*.

Além da posição preferencial da dívida corporativa na hierarquia proposta pela teoria de *pecking order* dentre as fontes de recursos de terceiros, Maurya e Kumar (2012) destacam a capacidade deste mercado, tanto em seu segmento de títulos do governo como no de dívida corporativa, de alavancar o sistema financeiro de uma economia e produzir efeitos positivos também sobre a economia real, dada a vasta literatura existente sobre a relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e desenvolvimento econômico. Segundo os autores o mercado de ações, em conjunto com o mercado de dívida, tende a contribuir para o bom desenvolvimento do mercado de capitais dos países e, deste modo, também impactar positivamente a economia de um modo geral.

Complementarmente, Bose e Coondoo (2003) atestam o papel fundamental do mercado de títulos, em particular da sua dimensão de títulos corporativos, para o funcionamento do mecanismo de mercado no que tange à garantia de direcionamento dos fluxos de recursos segundo o critério de produtividade dos investimentos, além de estabelecer uma pressão do mercado sobre os empréstimos realizados pelos bancos também no sentido de contribuir com a eficiência do mercado de capitais como um todo.

Este trabalho analisa a emissão de títulos de dívida corporativa de longo prazo e no mercado doméstico de Brasil e Índia, retomando a definição de Pimentel *et al.* (2008), em função de serem países tidos como “emergentes” e apresentarem uma trajetória similar quando tomamos para análise seus mercados de dívida corporativa. A despeito da importância deste mercado para a dinâmica do sistema financeiro e da economia em última instância, prevalece nestes países o mercado de títulos públicos: cerca de 18% do mercado de dívida total indiano em 2012 correspondia a emissões de

títulos corporativos (MAURYA; KUMAR, 2012) e os títulos da dívida privada respondiam por cerca de 17% de todo o mercado de dívida brasileiro no mesmo ano (PAULA; FARIA JR., 2012).

Este quadro demonstra o potencial de crescimento deste mercado nestes países e contribui para a explicação dos esforços empreendidos por esses dois países nas últimas décadas no sentido de adequarem seu mercado de capitais, em particular o mercado de dívida corporativa, de modo a torná-lo uma alternativa ao modelo de financiamento corporativo exercido pelo sistema bancário.

Na sequência traça-se sucintamente este panorama de transformações e reformas pelas quais essas economias passaram especialmente a partir do aprofundamento da desregulamentação dos mercados ocorrida na década de 1990. Adicionalmente e com maior detalhamento, apresentam-se as questões gerais acerca da emissão de títulos de dívida corporativa no Brasil e na Índia.

3.1. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil

3.1.1. Antecedentes

A posição do mercado de capitais brasileiro como fonte de recursos às empresas nacionais no decorrer ao século XX foi de pouco destaque. Esta atuação foi liderada pelo Estado que tomou para si o papel de promover a atividade econômica basicamente por meio de suas estatais e da oferta de crédito subsidiado às empresas privadas via BNDES, além de uma política econômica intervencionista (VIEIRA; CORRÊA, 2002; SILVEIRA; SAITO, 2008; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; MATSUO; EID. JR., 2009; PAULA; FARIA JR., 2012).

Esse contexto engendrou no Brasil, fundamentalmente até meados da década de 1990, um modelo de financiamento corporativo liderado por empréstimos bancários. Este tipo de crédito, a bem da verdade, não envolveu o longo prazo e vinculou-se fortemente aos bancos públicos (especialmente o BNDES), o que limitou seu alcance já que os beneficiários das linhas eram majoritariamente empresas estatais e empresas privadas de grande porte. Soma-se a isto o fato que até os anos 1990 os títulos de dívida privados eram quase inexistentes, ocorrendo apenas debêntures e ações. Portanto, notava-se o papel secundário ao qual foi relegado o mercado de capitais brasileiro como

ambiente de financiamento das empresas brasileiras nesse período (VIEIRA; CORRÊA, 2002).

O estudo de Anderson (1999) sobre o mercado doméstico de títulos de dívida corporativos comprova essa premissa. Ao analisar 50 emissões realizadas entre 1989 e 1993, o autor conclui que as questões conjunturais e estruturais da economia brasileira naquele momento, quais sejam inflação resistente, instabilidade da atividade econômica, forte intervenção estatal e fraco aparato institucional, inviabilizavam o financiamento das dívidas por parte das empresas.

O aparato legal e institucional mínimo para a regulação e fiscalização dos mercados de títulos de renda variável e de renda fixa de longo prazo (basicamente debêntures) existia⁴, porém o processo inflacionário persistente e a intervenção estatal em certas regras do mercado⁵ comprometia todo o sistema financeiro por afetar as condições de emissão e negociação dos títulos.

Leal e Carvalhal da Silva (2006), ao apresentarem a evolução⁶ do mercado de dívida corporativa brasileiro descrita pela Associação Nacional das Instituições Financeiras (ANDIMA), afirmam que a melhoria do arcabouço institucional empreendida pelas reformas da década 1960 e 1970, somadas à introdução do Sistema Nacional de Debêntures (SND) pela ANDIMA em 1988 e de outras medidas relacionadas à negociação, custódia e liquidação dos títulos, contribuíram para um funcionamento razoável do mercado de dívida corporativa apesar dos desafios impostos pela inflação e tributação.

⁴ Ao longo das décadas de 1960 e 1970 foram empreendidos alguns esforços no sentido de estruturar o mercado e promover a poupança no país, além de fundar uma estrutura de regulação dos mercados. Dentre essas medidas, destaca-se: a) reformas do sistema financeiro ao longo da década de 1960, com aspectos de âmbito tributário e econômico no sentido de disciplinar e estimular o mercado: Lei nº 4.131/1962 de Capitais Estrangeiros, Lei nº 4.357/1964 de Correção Monetária, Lei nº 4.595/1964 da Reforma do Sistema Financeiro Nacional, Lei nº 4.728/1965 do Mercado de Capitais, entre outras; b) Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976, incumbida de dotar de regras o mercado de valores mobiliários, além de fiscalizá-lo; c) reformulação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) (PIMENTEL *et al.*, 2008).

⁵ A Lei da Usura, que limitava a taxa de juros a 12% a.a., inviabilizava a emissão de títulos de renda fixa em face da alta inflação do período. A Lei de Correção Monetária previa a correção posterior das debêntures, porém o índice de realinhamento deveria ser similar aos títulos praticados pelo governo, além de que só seria válida para emissões com prazo igual ou superior a um ano (PIMENTEL *et al.*, 2008).

⁶ Os períodos são: de 1882 a 1965, de 1965 a 1976, de 1976 a 1993 e pós-1994. Para mais detalhes, vide ANDIMA (1998).

Visto que o mercado de crédito bancário não estava disponível a todas as empresas brasileiras e o mercado de capitais impunha dificuldades para financiamento corporativo, a alternativa adotada pelo conjunto maior de empresas foi o emprego de recursos gerados internamente. Matsuo e Eid Jr. (2009) indicam a dependência das empresas brasileiras em relação a esses fundos justamente por conta das restrições de acesso ao crédito e a ineficiência das instituições brasileiras naquele momento.

Esta característica da economia brasileira de então se alinha aos resultados de Love (2001). Em estudo de mais de 7000 empresas de 40 países, o autor conclui que o autofinanciamento por lucros retidos amplia-se em economias onde ocorre um pouco desenvolvimento dos mercados financeiros e a fragilidade do sistema legal. Complementarmente, Paula e Faria Jr. (2012) apontam o papel fundamental do ambiente macroeconômico na determinação da demanda e oferta de títulos e nas condições de negociação (prazos, remuneração, garantias, entre outros).

Logo, o cenário econômico e financeiro brasileiro apresentado por Anderson (1999) e Vieira e Corrêa (2002) e vigente até meados da década de 1990 afetou decisivamente a alavancagem de recursos no Brasil, sobretudo aquela cumprida pelo mercado de capitais em sua dimensão do mercado de títulos de dívida corporativos.

3.1.2. Fase recente

Para Leal e Carvalhal da Silva (2006), a estabilização de preços alcançada com o Plano Real em 1994 adicionada ao processo de desregulamentação dos mercados e abertura financeira ocorrido na segunda metade da década de 1990, fez com que o mercado de títulos corporativos brasileiro entrasse em sua fase atual. De acordo com os autores, o conjunto de novas regras implementadas pela CVM em 2003 inovou o mercado em alguns aspectos e flexibilizou alguns requisitos já existentes, o que resultou na introdução de um padrão simplificado para as emissões.

De modo a avaliar a dívida interna emitida por empresas brasileiras, vale classificá-la em quatro modalidades mais frequentes: debêntures, *commercial papers* (notas promissórias), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC's). Os dois primeiros instrumentos de dívida são usuais em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Os CRI's e FIDC's são instrumentos de securitização (BECK, 2000; LEAL; CARVALHAL DA SILVA,

2006; SOUZA, 2012). A Tabela 1 apresenta as emissões corporativas primárias e secundárias por valor mobiliário realizadas no mercado doméstico de 1995 a 2013.

Tabela 1 – Distribuições públicas de títulos selecionados, em R\$ milhões

Ano	Ações	Debêntures	Notas promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,38	1.116,68	0	0
1996	9.179,37	8.395,48	499,35	0	0
1997	3.965,21	7.517,78	5.147,01	0	0
1998	5.968,38	9.657,30	12.903,49	314,01	0
1999	4.638,79	6.676,38	8.044,00	12,9	0
2000	13.537,49	8.748,00	7.590,70	171,67	0
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,8	0
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,6	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00
2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	14.300,00	88.446,00	22.652,00	10.361,00	6.058,00
2013	23.895,00	66.136,00	20.809,00	14.480,00	5.923,00

Fonte: CETIP.

As debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades anônimas, registrados em câmara de liquidação e que devem contar com um agente fiduciário (PAIVA, 2011). Conforme demonstrado pela Tabela 1, em 2013 esta modalidade respondeu por cerca de metade das emissões corporativas no Brasil e se apresentou mais difundida que os outros referidos instrumentos ao longo do pós-Plano Real, exceção feita ao período 2007-2010 conhecido pelo *boom* das ofertas públicas iniciais (IPO, na sigla em inglês) de ações no país⁷. A rigor nota-se uma tendência de crescimento das emissões de títulos corporativos desde a estabilização, o que Paula e Faria Jr. (2011) atribuem à necessidade das empresas de buscaram recursos externos em

⁷ O resultado de 2010 deve ser analisado à luz da distribuição realizada pela Petrobras naquele ano, da ordem de R\$ 120 bilhões.

complementariedade ao autofinanciamento, dado um contexto de crescimento de suas atividades.

O aumento no volume de debêntures distribuídas retratado na Tabela 1 deve ser interpretado à luz de dois aspectos, a saber: a) a importante presença de bancos nessas emissões por meio de suas empresas de *leasing*; b) a edição por parte da CVM da Instrução Normativa 476 em 2009 que, na prática, representou a ampliação das ofertas sob “esforços restritos”.

O primeiro aspecto se origina na restrição regulatória imposta aos bancos por parte do BACEN que impede que estes emitam debêntures. Como em geral os conglomerados financeiros possuem uma empresa de arrendamento mercantil, estas foram utilizadas no período para captar recursos livres de recolhimento compulsório, sob a forma de debêntures. Entre 2005 e 2008, período este marcado por um volume representativo de emissões de debêntures no Brasil, as empresas de *leasing* responderam por 68% do total distribuído.

A partir de 2009 o BACEN passa a exigir recolhimento compulsório inclusive para as debêntures das empresas de *leasing*, eliminando assim a arbitragem que ocorria até então. Ademais, soma-se a isto a isenção de depósitos compulsórios concedida às Letras Financeiras que cumprem a função de títulos de dívida de longo prazo dos bancos (debêntures bancárias, por assim dizer) (TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012; CVM, 2013).

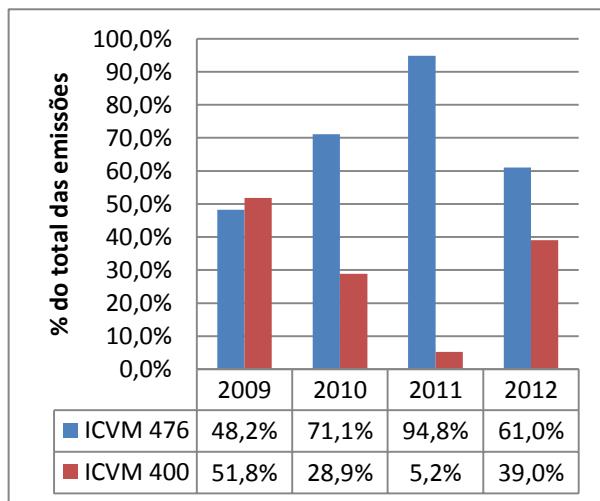
O segundo aspecto a ser considerado ao analisar o aumento do volume de debêntures nos anos 2000 é a publicação da Instrução Normativa nº 476/2009 da CVM (ICVM). Esta instrução foi editada para disciplinar as distribuições públicas de debêntures e notas promissórias sob o regime de “esforços restritos”, ou seja, ofertas colocadas para um número máximo de vinte investidores podendo ser oferecida ao máximo de cinquenta potenciais compradores (CVM, 2013).

Se por um lado foi obtido um ganho relacionado à desburocratização do processo de emissão pública de dívida (anteriormente regulado pela Instrução CVM 400) ao permitir, dentre outros aspectos, a dispensa da classificação de crédito do título e do registro do emissor na CVM, a ICVM 476 também produziu externalidades negativas para o mercado. Para viabilizar o processo simplificado de distribuição proposto, a CVM adota a premissa de que os investidores qualificados têm capacidade

satisfatória de compreender e medir os riscos inerentes à transação o que, na prática, delimita o conjunto de prováveis investidores para esses títulos (no caso, aos investidores qualificados).

Como detalhado adiante ainda nessa seção, esta predominância de investidores qualificados como detentores dos títulos corporativos penaliza a liquidez do mercado secundário. O Gráfico 1 demonstra a prevalência das emissões corporativas utilizando o expediente da ICVM 476 em detrimento da ICVM 400.

Gráfico 1 – Participação das debêntures emitidas por regime de emissão



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM.

As notas promissórias (*commercial papers*) possuem alguns termos equivalentes aos das debêntures porém são colocadas com prazos menores, normalmente limitados a um ano, e direcionadas fundamentalmente ao financiamento de capital de giro. Sua emissão não requer a definição de garantias, de modo que se torna facultativo seu oferecimento por parte de diretores ou proprietários (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006).

Leal e Carvalhal da Silva (2006) afirmam que as debêntures e os *commercial papers* permitem às empresas o acesso ao público sem a necessidade de emitirem ações para isso. O requisito básico a ser seguido é o do registro da emissão junto a CVM para a posterior venda ao público.

As operações de securitização foram inicialmente regulamentadas na década de 1970, tratando especificamente ao segmento de arrendamento mercantil. No entanto, apenas a partir da década de 1990 iniciam-se as emissões baseadas em securitização de recebíveis, realizadas por Sociedade de Propósito Especial (SPE). Em 1997, a publicação da Lei 9.514 define o arcabouço legal para a emissão dos CRI's, que limitam-se a instituições que têm esse propósito especial. Em 1999 estabelecem-se as companhias de securitização de crédito imobiliário (que representam as SPE's necessárias à operação nesse segmento) para viabilizar a emissão de tais títulos. (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006).

Os CRI's se colocam como alternativa de securitização dos empréstimos imobiliários por fornecerem ao investidor um mecanismo válido de garantia de seu ativo, ao passo que anteriormente o mesmo possuía uma garantia hipotecária ilíquida (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006).

O FIDC é outro instrumento de securitização existente no Brasil e, juntamente com os CRI's, dominam este segmento no país. Foi criado em 2001 pela Resolução nº 2907 do Banco Central e suas regras de operação são supervisionadas pela CVM. Os FIDC's são mais flexíveis que os CRI's por realizarem a securitização de títulos lastreados em ativos da indústria, comércio, agricultura e imobiliários sem que seja necessária a criação de uma SPE, já que opera como um fundo gerido. Deste modo, os FIDC's tiveram seus custos de escrituração e operação reduzidos em comparação aos CRI's e passaram a representar uma alternativa viável ao crédito bancário para pequenas, médias e grandes empresas por meio da securitização de seus recebíveis, além de possibilitarem o acesso de empresas de capital fechado ao mercado de capitais (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006; PAULA; FARIA JR., 2012).

Um FIDC deve possuir pelo menos 50% dos seus ativos sob a forma de direitos creditórios, ser analisado por uma agência de *rating* independente para poder distribuir ou negociar suas cotas a investidores e ser avaliado trimestralmente, sendo que havendo qualquer alteração esta deve ser comunicada ao mercado como “informação relevante” (CVM, 2013).

No que tange à operação dos instrumentos referidos, a negociação ocorre em mercado de balcão tanto na CETIPnet (plataforma de negociação da CETIP) como na BovespaFix mediante registro no Sistema Nacional de Debêntures (SND) e no Sistema

BovespaFix. Este último fora criado pela bolsa de São Paulo em 2001 com vistas a estabelecer um mercado de renda fixa alinhado às tendências internacionais da ocasião com custos de registro mais baratos e regras simplificadas para emissão primária de debêntures.

O SND é um sistema responsável por registrar, custodiar e liquidar as debêntures criado em 1988 e mantido por uma parceria entre ANDIMA e CETIP. A maior parte dos títulos de dívida de renda fixa é registrada na CETIP de modo a conferir maior segurança ao ambiente de negociação (LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2006; PIMENTEL *et al.*, 2008).

De acordo com Torres Filho e Macahyba (2012), a CETIP representa para o mercado de títulos de dívida privada o que o Sistema Selic cumpre para o mercado de títulos públicos, materializando dessa forma a interdependência tão necessária entre esses dois mercados para que o MTD privada tenha condições de operar. Ou seja, o papel de ambas as centrais depositárias de promover agilidade e segurança a seus respectivos mercados integra-se ao consenso existente na literatura de finanças que aponta uma estreita relação entre o desenvolvimento do mercado público e privado de dívida.

Os autores afirmam ainda que além desta estrutura operacional de custódia e liquidação herdada do segmento de dívida pública, a estrutura a termo das taxas de juros fornecida pelos títulos soberanos permite ao mercado de dívida privada compor os modelos de precificação do risco de crédito e de padronização de suas emissões, tornando deste modo comparáveis os principais títulos públicos e privados.

Ocorre, porém, que a relação entre estes dois mercados nem sempre produz impactos positivos. O cenário de elevadas taxas de juros do país e alta liquidez do mercado de títulos públicos têm potencializado a demanda por esses papéis, o que estabeleceu em alguma medida uma limitação ao crescimento do mercado de dívida privada. Apesar do aumento da participação do segmento de dívida privada em termos do PIB a partir de 2005, conforme evidencia a Tabela 2, possivelmente uma expansão superior do mercado privado de títulos foi desestimulada em função da abrangência do mercado de títulos públicos (TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012).

Leal e Carvalhal da Silva (2006) e Paula e Faria Jr. (2012) destacam um eventual deslocamento do mercado de dívida privada por parte do mercado de dívida pública. A

necessidade de financiamento do setor público faz com que os títulos do governo sejam formatados conjugando os três principais atributos de um ativo, quais sejam, alta liquidez, baixo risco e rentabilidade razoável. Para os autores, esse esforço acaba favorecendo a dívida pública em detrimento daquele emitida pelo setor privado doméstico.

Tabela 2 – Estoque de títulos públicos e privados como % do PIB

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	47,48% [14,78%]	47,03% [16,88%]	50,80% [18,94%]	33,07% [18,96%]	49,54% [26,73%]	44,29% [23,69%]	33,99% [20,87%]	35,15% [21,23%]

Fonte: Adaptado a partir de Mukherjee (2012).

Nota: Valores em colchetes representam a participação dos títulos corporativos no PIB.

Do ponto de vista prático, os títulos privados permanecem disputando mercado com os títulos públicos que oferecem rendimento nominal e real ainda elevado e são tidos pelos investidores como livres de risco, o que acaba por impor aos papéis privados a necessidade de oferecerem um prêmio de risco superior e, portanto, deteriora os termos de sua colocação.

Na esteira destas assimetrias de natureza financeira relacionadas a esses dois mercados e que dificultam o desenvolvimento do mercado de dívida privada, Sheng (2005), Paiva e Savola (2009), Sheng e Gonçalves (2009) e Pereira (2012) apontam adicionalmente a pouca liquidez deste segmento como limitante do seu desenvolvimento. De acordo com a ANBIMA, o volume negociado em 2012 representou cerca de 6% do estoque de títulos corporativos.

Esta pouca negociação no mercado secundário pode ser atribuída fundamentalmente ao fato dos demandantes dos títulos brasileiros carregarem os mesmos por prazos mais longos, geralmente até o vencimento. Esse fato, por sua vez, tem basicamente duas origens: a primeira relaciona-se ao indexador largamente utilizado para as emissões, qual seja a taxa de juros de um dia (taxa DI), o que praticamente elimina eventuais ganhos de arbitragem subjacentes às operações de compra e venda destes papéis (PAULA; FARIA JR., 2010; PAULA; FARIA JR, 2012; TORRES FILHO; MACAHYBA, 2012).

A segunda razão se deve ao que Sheng e Gonçalves (2009) definiram como um relativo desinteresse dos investidores “pessoas físicas” por essa modalidade de

aplicação que acaba praticamente restringindo a investidores qualificados o acesso a este mercado. Complementarmente, Torres Filho e Macahyba (2012) afirmam que o trabalho de avaliação dos riscos da emissão em questão permite a estes investidores ter uma noção clara da relação risco/retorno desta emissão no longo prazo, de modo que o investimento será realizado justamente em função do diagnóstico de que o carregamento do papel por prazos mais longos será favorável.

Portanto, nota-se que algumas características gerais do mercado de dívida privada brasileiro – predominância de títulos atrelados à taxa DI, conjunto reduzido de investidores, mercado secundário pouco denso, entre outros aspectos – têm reprimido seu funcionamento e desenvolvimento, sobretudo quando comparado ao segmento de dívida pública.

Em face disto, algumas medidas no âmbito das políticas de governo e da autorregulação têm sido empreendidas recentemente no sentido de promover a dívida privada como mecanismo de financiamento de longo prazo no Brasil. Para Torres Filho e Macahyba (2012), o objetivo final destes esforços era dar densidade aos mercados primário e secundário por meio da ampliação da base de investidores e da liquidez deste segmento.

Do ponto de vista das intervenções no aparato legal engendradas pelo governo brasileiro, destaca-se a Medida Provisória (MP) nº 517, de 30/12/2010, posteriormente convertida na Lei nº 12.431/2011. As medidas adotadas na ocasião incluíram alterações na legislação do Imposto de Renda, criação e aprimoramento dos chamados Fundos de Infraestrutura (FIP-IE) e flexibilização da legislação de debêntures, letras financeiras e FIDC's (ANBIMA, 2014).

As medidas estabeleciam incentivos fiscais para emissão de títulos privados – debêntures, em particular – direcionados para duas finalidades: alocação em projetos de investimento (características de prazo e remuneração específicas) e emissões de SPE's constituídas para implementar projetos de investimento em infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento e inovação (PD&I) ou em áreas tidas como prioritárias pelo governo (ANBIMA, 2014)⁸.

⁸ As medidas definem isenção total de Imposto de Renda para os rendimentos de títulos privados emitidos com finalidade de captação de recursos para projetos de investimento. Para as emissões realizadas por SPE's para fins de financiamento a projetos de infraestrutura, o Decreto nº 7.603/2011 estipula as áreas prioritárias de investimento que são beneficiárias da medida e define o benefício fiscal como sendo

À mesma época da divulgação destas medidas de incentivo tributário às emissões de títulos privados, a ANDIMA criou o Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF). A iniciativa foi tomada para promover o segmento de renda fixa do mercado de capitais como alternativa de financiamento das empresas brasileiras, especialmente como dívida de longo prazo, se valendo do conceito de autorregulação do mercado (ANBIMA, 2014).

Segundo a ANBIMA (2014), as regras do NMRF foram definidas com o propósito de assegurar a maior convergência possível com a própria Lei 12.431/2011, especialmente no que tange aos parâmetros de prazo e remuneração dos ativos com vistas a promover a desindexação a índices de curto prazo – ambos vedam a indexação de ativos à taxa DI – e alongar os prazos dos papéis da dívida privada – a Lei 12.431/2011 condiciona os benefícios tributários a emissões de prazo médio superior ou igual a quatro anos, enquanto que a NMRF contempla também este segmento mas abre possibilidade para ativos com prazo médio ponderado inferior a este.

A rigor tanto o NMRF como a Lei 12.431/2011 são complementares em seus aspectos, embora sejam também independentes. Ao passo que a Lei 12.431/2011 contempla medidas de estímulo a emissões direcionadas para projetos de investimento, particularmente em infraestrutura, o NMRF reveste-se de uma abrangência maior ao definir regras para alavancar o mercado de títulos privados de renda fixa de forma geral, proporcionando transparência, governança e liquidez aos ativos.

Entre as exigências do NMRF relacionadas à ampliação da transparência e governança das emissões estão:

- exigência de atualização anual de *rating*;
- publicação de relatório de pesquisa no primeiro ano da emissão;
- negociação em mercado de bolsa ou de balcão, preferencialmente com intervenção de um terceiro.

Entre as exigências relacionadas ao incentivo da liquidez no mercado secundário estão:

- exigência de um formador de mercado no primeiro ano da emissão;

alíquota zero de IR sobre rendimentos obtidos por pessoas físicas e 15% para pessoas jurídicas (ANDIMA, 2014).

- observância do critério de pulverização que define que os ativos devem ter no mínimo 10 investidores, sendo que a participação individual máxima deve ser limitada a 20% da emissão;
- preço unitário de R\$ 1.000,00 para viabilizar o acesso de pessoas físicas.

Na esteira destes esforços para dotar de governança as emissões no mercado de dívida privada, a ANBIMA lançou em outubro de 2011 o Código de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa para reforçar o conceito de autorregulação do mercado.

Pereira (2012), Paiva (2011) e ANBIMA (2014) destacam os motivos pelos quais uma empresa capta recursos por meio de dívida corporativa, especificamente debêntures, a saber: flexibilidade, redução de custos e atratividade. A primeira vantagem potencial refere-se ao fato da empresa ter condição de adaptar a emissão do título ao que lhe convém em relação aos termos da emissão (prazo de vencimento, garantias, entre outros) e à destinação dos recursos.

3.2. O mercado de títulos de dívida corporativa na Índia

3.2.1. Antecedentes

Como referido anteriormente, o período pós-independência na Índia foi marcado pela condução de uma política orientada ao socialismo, cujo resultado foi uma intensa atuação do Estado na definição dos rumos da economia e o esvaziamento do papel dos mercados nessa dinâmica (CHAKRABARTI; YADAV; MEGGINSON, 2007).

No âmbito econômico esse nacionalismo exacerbado refletiu em distanciamento e desconfiança em relação ao investimento estrangeiro e adoção de uma política de autossuficiência econômica, além de outras iniciativas no bojo dos princípios socialistas e centralizadores que foram adotados no país neste período e que inibiram em alguma medida o investimento estrangeiro e os fluxos de capitais direcionados ao país. Dentre as atividades reguladas pelo governo destaca-se a emissão de ações por parte de empresas, a taxa de câmbio, a definição dos níveis de comércio internacional e das práticas comerciais adotadas pelas empresas, entre outras medidas que reforçassem a presença do Estado também no ambiente empresarial (VASUDEV, 2007).

Como afirmam Bose e Coondoo (2003), geralmente a composição do mercado de capitais de um país – via de regra segmentado em bancos comerciais, mercado de ações, instituições financeiras não bancárias e mercado de dívida – pode ser atribuída em grande medida às suas questões políticas (embora não seja de se esperar que a política determine sozinha a estrutura do mercado). O período pós-independência indiano (e pré-globalização), marcado por este paradigma de política econômica intervencionista, favoreceu uma estrutura do mercado de capitais liderada pelos bancos comerciais, sobretudo aqueles controlados pelo governo.

A expansão da indústria indiana no período imediatamente após a independência, portanto, foi viabilizado pela forte atuação das instituições financeiras de desenvolvimento mantidas pelo governo, que supriram nessa fase inicial a demanda por financiamento de longo prazo da indústria a partir da aplicação de incentivos financeiros e medidas de apoio. Os bancos comerciais preencheram a parte do financiamento relacionada ao capital de giro das empresas, justamente para não incorrerem no potencial descasamento entre ativos e passivos subjacentes ao financiamento de longo prazo (BOSE; COONDOO, 2003).

A bem da verdade, o segmento de títulos corporativos do mercado de dívida existe na Índia desde independência em 1947. Desde então as companhias públicas viabilizam seu aumento de capital por meio da emissão de títulos de dívida de longo prazo, principalmente através de colocações privadas (BOSE; COONDOO, 2003).

No entanto, a emissão pública de ações ou outros títulos por parte das empresas privadas até o início dos movimentos liberalizantes da década de 1990 estava sujeita a uma burocrática aprovação, no bojo do *Capital Issues (Control) Act* de 1947. Seria autorizada a emissão apenas para obtenção de recursos destinados a investimentos fixos e, normalmente, demandas de capital de giro ou atribuídas a outras razões eram inviabilizadas (VASUDEV, 2007).

Na esteira de algumas reformas no mercado de dívida, o período 1985-1986 concentrou a emissão de títulos por parte das empresas estatais. No entanto, a ausência de um mercado secundário minimamente desenvolvido fez com que alguns instrumentos de dívida permanecessem ilíquidos e desconhecidos à maioria dos investidores (BOSE; COONDOO, 2003).

Segundo Mukherjee (2012), esta prevalência verificada na Índia pré-globalização de colocações privadas em detrimento das emissões públicas para a realização das emissões primárias de dívida é um dos fatores que inibe o desenvolvimento do mercado secundário. Para o autor essa operação no mercado primário impede que uma parcela dos títulos privados sejam negociados no mercado secundário.

As colocações privadas são definidas como emissões de ações ou títulos conversíveis por uma empresa ou um conjunto destas em que o número máximo de investidores é quarenta e nove. A emissão pública consiste em uma oferta realizada ao público em geral, mediante a publicação de um prospecto pela empresa no qual são detalhadas as informações sobre os títulos e a companhia e posterior listagem em uma das bolsas de valores reconhecidas do país. As emissões públicas, apesar do processo mais rigoroso, oferecem a vantagem de promover uma ampla participação dos investidores (MUKHERJEE, 2012).

Bose e Coondoo (2003), Chakrabarti (2008), Maurya e Kumar (2012) e Mukherjee (2012) afirmam que a colocação privada predomina em relação à oferta pública em função dos menores custos e prazos associados a este tipo de emissão⁹, embora não seja o mais adequado à realidade do país em função do baixo nível de informação disponível aos investidores, ao passo que as emissões públicas oferecem a vantagem de promover uma ampla participação dos investidores.

A intervenção estatal nos mercados indianos se estende até meados da década de 1980, quando o novo governo de Rajiv Gandhi inicia um distanciamento do receituário socialista adotando cortes de impostos e diminuindo a atuação estatal na economia. Isto é, o país inicia uma aproximação com a liberalização econômica e desregulamentação dos mercados (VASUDEV, 2007).

3.2.2. Fase recente

A década de 1990 representa um marco na história da governança corporativa e do mercado de capitais indiano em função das medidas liberalizantes tomadas pelo governo por ocasião de uma grave crise cambial que atingiu o país em 1990-91,

⁹ Estima-se que uma colocação privada custe entre 0,25% e 0,5% do valor da emissão e leve entre 7 e 15 dias para ser concluída. Por outro lado, a emissão pública pode custar até 3% do valor da emissão (entre taxa de corretores e subscritores, renovação anual das avaliações, taxa de listagem anual, entre outras) e levar cerca de 60 dias para ser concluída (CHAKRABARTI, 2008).

encontrando uma Índia fortemente endividada e com comprometimento adicional de suas reservas cambiais em função do déficit comercial. Nesse contexto as medidas ganharam em relevância justamente ao proporem uma solução para o desequilíbrio das contas nacionais por meio da abertura ao investimento estrangeiro, particularmente aquele sob a forma de investimento direto na indústria e nas empresas de serviços (BOSE; COONDOO, 2003; VASUDEV, 2007; CHAKRABARTI, 2008; MISHRA, 2009; PANIGRAHI, 2010; MAURYA; KUMAR, 2012; MUKHERJEE, 2012).

As medidas adotadas foram no sentido de integrar a Índia à cena econômica global por meio da promoção do seu mercado de capitais, o que se deu por meio da discussão e promulgação de leis específicas para o mercado de títulos baseadas no modelo inglês e que, portanto, se mostraram reguladoras em essência. Vasudev (2007) definem as ações como sendo uma “revolução no mercado de capitais indiano” por conta de seu potencial em conduzir esse mercado à condição de instituição central e de importância nacional.

A legislação que até então regia as emissões de títulos corporativos – o *Capital Issues (Control) Act* de 1947 – foi revogada em 1992 e cedeu espaço a um arcabouço para promoção do mercado de ações, capitaneado pela recém-criada *Securities and Exchange Board of India* (SEBI). Vasudev (2007) exemplifica o grau de intervenção governo indiano sobre o mercado de emissões corporativas até a revogação da lei: as emissões não poderiam ser realizadas abaixo do seu valor nominal sem aprovação prévia, apenas acima deste valor e, mesmo nesses casos, o “ágio” se sujeitaria à regulação.

Também em 1992 foi criada a *National Stock Exchange* (NSE). A NSE foi moldada conforme a bolsa eletrônica americana Nasdaq e como foi promovida por grandes instituições financeiras, bancos e companhias seguradoras, todas detidas ou controladas pelo governo, acabou desempenhando na prática o papel de uma agência governamental e reforçou o compromisso da administração central com o mercado de ações (VASUDEV, 2007). No âmbito da NSE foram criadas as seguintes agências, orientadas fundamentalmente à modernização do mercado mobiliário indiano:

- *National Securities Clearing Corporation* (1995): atuação como câmara de compensação para transações com títulos mobiliários;

- *India Index Services and Products* (1998): *joint-venture* criada para prestar serviços de índices de ações;
- *National Securities Depository*: *joint-venture* criada para viabilizar o mercado secundário.

Na esteira dessas medidas de flexibilização da legislação anterior – basicamente o *Capital Issues (Control) Act* de 1947 e a *Securities Contracts (Regulation) Act* de 1956 – no sentido de promoção do mercado de capitais indiano, destaca-se ainda a emenda editada em 1995 que extinguiu a proibição dos contratos de opções de ações que vigorava até então, a emenda publicada em 2000 sobre as operações com derivativos e um estatuto promulgado em 2007 tratando de instrumentos securitizados, especificamente títulos vinculados a hipotecas (CHAKRABARTI, 2008).

Adicionalmente às medidas tomadas no contexto do mercado acionário, Chakrabarti (2008) destaca o debate ocorrido na Índia sobre a necessidade de um mercado de dívida corporativa abrangente de modo a viabilizar o desenvolvimento e estabilidade do país, citando como expoente a Comissão Pattil de 2005. O relatório publicado após o comitê apresentou recomendações para o desenvolvimento dos mercados primários e secundários de títulos corporativos, para ascensão da securitização e para alavancar o mercado de dívida voltado ao financiamento da infraestrutura¹⁰.

Foram estabelecidas três formas possíveis para negociação de títulos de dívida corporativa em mercados secundários, dada a importância que o atributo de liquidez possui para desenvolver este segmento: a) negociação bilateral entre os participantes em um mercado de balcão por meio da transferência de cheques e/ou títulos; b) por meio de um corretor registrado; c) ou no segmento *Wholesale Debt Market* (WDM) da NSE, assim como no caso dos títulos públicos. Para a disponibilização das informações de negociação também foram formalizadas plataformas pela BSE e a NSE (desde março de 2007), além da *Fixed Income Money Market and Derivatives Association of India* (FIMMDA, desde setembro de 2007) (CHAKRABARTI, 2008; MAURYA; KUMAR, 2012; MUKHERJEE, 2012).

¹⁰ Para detalhamento de todas as recomendações da Comissão Pattil – quarenta no total divididas em quatro dimensões – consultar o “Patil Committee Report – 2005 – a Report of high level expert committee on corporate bonds and securitization”, editado pelo Ministério das Finanças indiano.

Chakrabarti (2008) e Mukherjee (2012) afirmam que as mudanças implementadas surtiram efeitos importantes sobre o mercado acionário indiano, colocando-o em posição de destaque no plano regional e global. No entanto tais avanços não se estenderam de forma satisfatória ao mercado de dívida corporativa daquele país.

Mukherjee (2012) afirma que o mercado de títulos ainda é subdesenvolvido na Índia e dominado por títulos do governo¹¹ – o mercado de títulos públicos representa quase 34% do PIB, ao passo que o mercado de dívida corporativa é de cerca de 6% do PIB –, o que se reflete em um significativo déficit de financiamento de alguns setores, especialmente daqueles relacionados à infraestrutura. Nesse sentido, o autor aponta a maior dependência dos recursos providos pelo sistema bancário indiano para o financiamento corporativo naquele país.

Tabela 3 – Emissões de títulos públicos e privados como % do PIB

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Índia	33,14% [1,37%]	33,56% [2,29%]	36,16% [3,6%]	30,97% [3,12%]	42,31% [5,78%]	38,07% [6,28%]	33,24% [5,48%]	32,84% [5,74%]

Fonte: Adaptado a partir de Mukherjee (2012).

Nota: Valores em colchetes representam a participação dos títulos corporativos no PIB.

O governo, com o apoio do banco central indiano, emite instrumentos de renda fixa (conhecidos como “títulos do governo” (*G-Sec*)) para financiar seu déficit fiscal. Já o segmento de dívida corporativa, também conhecido como mercado *non-G-sec*, é composto por títulos de instituições financeiras e representativos de *units* do setor público (PSU), além dos demais títulos corporativos com destaque para as debêntures.

O mercado indiano de dívida corporativa se divide em duas partes, quais sejam o mercado primário e secundário. O primeiro representa o *locus* onde ocorre a negociação inicial dos valores mobiliários com vistas ao levantamento de fundos, sendo constituído por emissores, instrumentos, processos, investidores, agências de *rating* e reguladores. Maurya e Kumar (2012) detalham cada uma das etapas e/ou agentes constituintes do mercado primário de dívida indiano, como se segue:

- **Emissores:** os emitentes de dívidas podem pertencer tanto ao setor público quanto ao setor privado, de modo que podem incluir agências

¹¹ Chakrabarti (2008) aponta que entre 1994 e 2004 o crescimento do mercado de dívida foi praticamente atribuído integralmente aos títulos do governo.

governamentais e órgãos estatais, empresas do setor público, empresas do setor privado, instituições financeiras, bancos, entre outros.

- **Instrumentos:** à parte dos títulos do governo (G-Sec's) que apresentam grande penetração no mercado de dívida indiano, destacam-se também alguns títulos corporativos emitidos: debêntures parcialmente conversíveis (DPC), debêntures totalmente conversíveis (DC), títulos descontados (TD), títulos de cupom zero (TCZ), entre outros.
- **Processo:** existem três possibilidades para novas emissões de títulos de dívida na Índia: prospecto público, emissões direcionadas ou colocação privada. Esta última se coloca como oposta à emissão pública por conta de ser realizada sob a forma de uma emissão privada e, como tal, não ter necessidade de ser registrada na SEBI.
- **Intermediários:** os profissionais que oferecem serviços de intermediação no mercado de títulos indiano são corretores, sub-corretores, custodiantes, entre outros.
- **Investidores:** o mercado de dívida corporativa na Índia tem tido como investidores os indivíduos, empresas, fundos mútuos, instituições financeiras, investidores institucionais estrangeiros, fundos de pensão, companhias seguradoras, entre outros. Os autores apontam que a falta de grandes e diversificados investidores institucionais na Índia afeta negativamente este segmento do mercado de capitais.
- **Agências de rating:** são empresas que atribuem notas de crédito aos instrumentos de dívida emitidos. Na Índia existem algumas agências desse tipo registradas na SEBI, tais como CRISIL, ICRA, CARE, Fitch India e Brickworks. Todas as empresas listadas que queiram realizar alguma emissão são obrigadas a apresentar avaliação dos títulos por pelo menos uma agência de rating registrada na SEBI. Um aspecto relevante é a prevalência de títulos avaliados com rating AAA (os chamados títulos com grau de investimento) dentre as emissões indianas, representando mais de 70% do montante de títulos corporativos emitidos. Esse fato, em tese, indica a segurança do investimento em títulos de dívida das empresas indianas.

Por mercado secundário depreende-se o mercado no qual os títulos já existentes são negociados, de modo que sua robustez se coloca como condição essencial ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa ao permitir a negociação, compensação e liquidação dos títulos mobiliários.

A Tabela 4 demonstra a trajetória da participação dos títulos corporativos (*non-G-Secs*) nos mercados primário e secundário indiano. De 2002-2003 a 2010-2011, a proporção dessa modalidade de títulos no total das emissões realizadas em mercado primário se situou na média em 25%. Quando se toma o mercado secundário fica ainda mais evidente a amplitude dos títulos governamentais do ponto de vista de absorção das negociações no segmento de dívida: em 2010-2011 a proporção dos títulos corporativos nas negociações realizadas no mercado secundário atingiu 2,20%, sendo este o maior patamar da série apresentada.

Tabela 4 – Negociações em mercado de dívida primário e secundário indiano

	Mercado primário (em milhões de Rs.)				Mercado secundário (em milhões de Rs.)			
	Titulos governamentais	Titulos corporativos	Total	Proporção de tit. Corporat.	Titulos governamentais	Titulos corporativos	Total	Proporção de tit. Corporat.
2002-2003	1.819.790	531.166	2.350.956	22,59%	19.557.313	360.387	19.917.700	1,81%
2003-2004	1.981.570	527.519	2.509.089	21,02%	26.792.084	422.622	27.214.706	1,55%
2004-2005	1.456.020	592.788	2.048.808	28,93%	29.552.626	384.187	29.936.813	1,28%
2005-2006	1.817.470	794.458	2.611.928	30,42%	25.804.000	249.916	26.053.916	0,96%
2006-2007	2.001.980	923.552	2.925.532	31,57%	35.833.370	140.938	35.974.308	0,39%
2007-2008	2.559.840	1.162.661	3.722.501	31,23%	56.273.470	222.273	56.495.743	0,39%
2008-2009	4.366.880	1.758.267	6.125.147	28,71%	62.254.360	459.110	62.713.470	0,73%
2009-2010	6.236.190	1.919.902	8.156.092	23,54%	84.337.567	1.442.484	85.780.051	1,68%
2010-2011	5.835.210	2.016.763	7.851.973	25,68%	70.682.541	1.591.623	72.274.164	2,20%

Fonte: Adaptado de Mukherjee (2012) e SEBI (2012).

Para Mukherjee (2012) e Maurya e Kumar (2012), o mercado primário de títulos de dívida privada na Índia se origina fundamentalmente por colocação privada em detrimento das emissões públicas – que representam cerca de 8% da dívida corporativa indiana. O resultado prático disto, segundo Mukherjee (2012), é o predomínio das instituições financeiras como detentoras das emissões privadas primárias em função da sua melhor capacidade de avaliar os riscos de uma emissão realizada sob um conjunto restrito de informações¹².

Já o mercado secundário opera de forma muito incipiente, segundo Mukherjee (2012). A prevalência das colocações privadas no mercado primário, por si só, já

¹² Mesmo que os emissores de dívidas corporativas optem pela modalidade de colocação privada, a SEBI determina que a comercialização destes títulos corporativos deve ser transmitida em pelo menos uma das plataformas existentes (BSE, NSE ou FIMMDA) (MUKHERJEE, 2012).

penaliza a liquidez. Adicionalmente verifica-se que a maioria dos títulos é mantida pelos investidores até a maturidade, comprometendo a liquidez.

Em suma observa-se que o mercado de dívida na Índia não avançou igualmente o mercado de ações o que, aliado à predominância dos títulos públicos no mercado de dívida do país e ao papel relevante assumido pelo sistema bancário na dinâmica de financiamento corporativo, implica em dificuldades de acesso de determinadas empresas aos recursos necessários à continuidade de seu processo econômico.

Quadro 4 – Padrões observados nos mercados de títulos de dívida privada no Brasil e na Índia

Mercado de títulos de dívida privada	Brasil	Índia
	Padrões/traços	Padrões/traços
Financiamento corporativo	<ul style="list-style-type: none"> - predominância do sistema bancário privado e estatal; - crescimento recente do mercado de títulos corporativos. 	<ul style="list-style-type: none"> - predominância do sistema bancário privado e estatal; - crescimento recente do mercado de títulos corporativos.
Modalidades de emissão de dívida	<ul style="list-style-type: none"> - a legislação visa formas de facilitar o processo de emissão de dívida: ICVM 476 (emissão sob esforços restritos). 	<ul style="list-style-type: none"> - prevalece a emissão de dívida sob a forma de colocação privada em detrimento da oferta pública: custos e prazos mais adequados.
Títulos públicos x títulos privados	<ul style="list-style-type: none"> - mercado de dívida pública oferece rentabilidade, liquidez e risco mitigado: limites à ampliação da dívida corporativa. 	<ul style="list-style-type: none"> - os G-Secs asseguram rentabilidade aos investidores, limitando a expansão do mercado de dívida privada.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 4 demonstra que o financiamento corporativo nos dois países é exercido majoritariamente pelo sistema bancário e que o mercado de dívida total conta com ampla participação da dívida pública. Ocorre, contudo, que Brasil e Índia tem empreendido esforços com vistas a aprimorar seu marco regulatório – notadamente relativo à proteção aos credores – e facilitar o processo de emissão para as empresas – emissão com esforços restritos, no Brasil, e incentivo à colocação privada de títulos, na Índia –, buscando em última análise desenvolver o segmento de dívida privada e estabelecer um fonte alternativa aos bancos para o financiamento das companhias.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo aborda a classificação da pesquisa, a definição da amostra e dos dados, bem como o detalhamento do indicador adotado no estudo.

4.1. Classificação da pesquisa, dos dados e da amostra

Do ponto de vista de metodologia, as pesquisas são classificadas em três tipos gerais: exploratórias, descritivas e causais. O trabalho conduzido na presente dissertação é do tipo descritivo, De acordo com Sellitz *et al.* (1967, p. 59), o estudo descritivo ao tratar os objetivos da pesquisa se propõe a: “a) apresentar as características de uma situação, grupo ou indivíduo; b) verificar a frequência com que algo ocorre ou com que está ligado a algum outro elemento.”. No caso desta dissertação, que pretendeu avaliar a adoção formal de uma determinada estrutura de governança corporativa em empresas emissoras de dívida privada, atribui-se a ela o primeiro objetivo apontado pelos autores.

Quanto à abordagem do problema, as pesquisas podem ser classificados como quantitativas e qualitativas. O presente estudo está pautado por uma abordagem mista, do tipo quali-quantitativa. Neste caso, o enfoque qualitativo é representado pela caracterização das empresas emissoras sob o ponto de vista da estrutura de governança corporativa adotada, e a abordagem quantitativa se manifesta na utilização de um instrumento numérico – indicador de governança corporativa desenvolvido pela CEPAL – para se quantificar a estrutura de governança das empresas em uma escala conhecida.

No que tange à amostra e aos dados, esta pesquisa utilizou, no caso das emissões selecionadas de títulos corporativos brasileiros, de informações presentes nos *sites* da CVM, da ANBIMA, do SND, da BM&FBovespa e das próprias companhias, além dos prospectos das emissões, dos Formulários de Referência, dos anuários de governança corporativa e das demonstrações financeiras. No caso das emissões selecionadas de empresas indianas, as fontes foram os *sites* da SEBI, da NSE, da BSE, de agências de *rating* como a CRISIL e a ICRA e das empresas emissoras, além dos prospectos das emissões e dos anuários editados pelas companhias.

Adicionalmente às fontes supracitadas, foi encaminhado ao departamento de “relação com investidores” das empresas selecionadas (àquelas que o possuíam ao final de 2013) um questionário que buscava determinar a instalação dos comitês corporativos elencados no indicador CEPAL (auditoria, investimentos, financiamento corporativo e riscos) e a qualificação do presidente dos mesmos, ou seja, se o cargo era ocupado por

um membro interno ou externo. Ao primeiro grupo de questões, deveria ser atribuída uma resposta do tipo “sim” ou “não”, denotando se tal estrutura estava presente ou não na empresa ao final de 2013; no que tange à qualificação do presidente de tais comitês, a resposta pretendida era “interno” ou “externo”.

Ocorre que a taxa de devolução destes questionários não foi adequada, tendo sido recebido retorno apenas por parte da Usiminas S.A.. Assim, este critério foi abandonado e mantiveram-se as fontes citadas anteriormente.

Para permitir o relacionamento entre a estrutura de governança corporativa e o desempenho das emissões de dívida nesses dois países, foram selecionadas empresas que apresentaram inadimplemento parcial ou total das emissões e empresas que cumpriram integralmente os termos fixados. Tal critério permitiu verificar em que medida a adoção formal de determinada estrutura de governança por parte das empresas contribuiu para mitigar os riscos inerentes às mesmas, revelando-se sob a forma do cumprimento dos termos das emissões.

A seleção das empresas emissoras foi realizada conforme a situação de cumprimento ou não dos termos da emissão, isto é, inadimplemento (total ou parcial, ou ainda renegociação de pagamento de juros e/ou amortização) e adimplemento, sendo dois casos de cada categoria dessas para Brasil e Índia. Ademais, foram analisadas empresas pertencentes ao mesmo setor de atividade, da seguinte forma: i) adimplentes: Usiminas e Tata Steel, pertencentes ao setor de siderurgia, e GOL S.A. e Air India do setor de transporte aéreo; ii) inadimplentes: Inepar S.A. e Tecpro Systems, do setor de máquinas e equipamentos industriais, e Construtora Sultepa e OB Infrastructure do setor de construção e engenharia.

A análise procede de tal forma que se busca obter elementos com potencial para relacionar ou não o adimplemento (ou inadimplemento) da emissão à estrutura de governança corporativa da empresa emissora. Contudo, qualquer consideração que se faça acerca das notas encontradas para cada empresa não deve ser processada no campo da inferência, visto que tais notas não denotam correlação entre a governança encontrada e o comportamento da dívida.

Importa destacar ainda que se analisou a estrutura de governança corporativa no momento atual, independente de quando se deu(ram) a(s) emissão(ões) de dívida ou a inadimplência. No caso das empresas adimplentes e com emissões vigentes, essa avaliação atual se justifica pelo fato de apresentar o comprometimento da emissora para

com o debenturista em certos requisitos de transparência e controle. Tal avaliação se mostra igualmente útil para empresas inadimplentes em emissões vigentes ou já canceladas pois indica o quanto a companhia incorporou ou não boas práticas de governança, o que tem potencial para determinar uma nova abordagem ao mercado de dívida privada.

Outro aspecto relevante se refere à parcimônia adotada para se responder as questões do indicador, isto é, caso a resposta aos itens não estivesse clara nos documentos analisados foi atribuída uma nota zero. O fato da empresa não explicitar a informação, por mais que adote o aspecto que é objeto da respectiva questão, sugere a necessidade de alterações na forma como esses documentos devem ser preparados para que respondam a questões tão caras a um processo de emissão.

4.2. O indicador CEPAL

As práticas de governança corporativa têm condição de conferir maior transparência aos riscos inerentes às operações empresariais e permitir que as emissões de títulos de dívida sejam realizadas em melhores termos. Este último aspecto se justifica pelo fato de que a evidenciação dos riscos aos investidores, manifestada na adoção de boas práticas de governança corporativa, tende a reduzir os custos dos financiamentos. Ou seja, a adoção de dispositivos de governança permite que seja reduzido o prêmio requerido pelo investidor em função do menor risco percebido por ele e, por conseguinte, determina melhores termos para colocação de títulos de dívida corporativa.

Nesse contexto, a CEPAL desenvolveu um indicador com a proposta de quantificar as práticas de governança corporativa que são determinantes em um processo de emissão de títulos de dívida, particularmente no que tange à mitigação dos riscos inerentes a estas emissões. Vale mencionar que o indicador não pretende avaliar o desempenho total e amplo de governança corporativa, mas simplesmente servir como uma medida que estabeleça quais aspectos devem ser reforçados pelas empresas para que sejam minimizados os riscos envolvidos em um processo de emissão de dívida e, dessa forma, obtenham melhores condições de colocação para estes títulos.

Conforme Galindo (2012), os *scores* propostos no indicador devem ser interpretados como uma identificação dos aspectos de governança corporativa a manter

e/ou melhorar para que as emissões de dívida apresentem um menor risco percebido. Para o autor, o bom desempenho de uma organização relaciona-se diretamente ao ambiente de negócio no qual ela está inserida e aos elementos que formam sua estrutura de gestão. No caso do último atributo, o autor destaca por um lado o modelo de governança corporativa e seu funcionamento e, por outro, a estrutura e efetividade dos instrumentos de controle interno.

Nesse sentido, o indicador desenvolvido é composto de fatores relacionados à estrutura e ao funcionamento dos conselhos de administração – representando o desempenho da governança corporativa – e à efetividade dos sistemas de controle interno, assumindo ambos uma posição de destaque na revelação dos riscos das emissões de dívida. São estabelecidas oito categorias com base em um conjunto de responsabilidades assumidas pelos conselhos de administração e por alguns comitês corporativos, conforme exposto no Quadro 5.

Quadro 5 – Aspectos considerados no indicador

O papel do Conselho de Administração	<ul style="list-style-type: none"> • Estabelecer mecanismos que assegurem informações oportunas e confiáveis sobre atividades de investimento e financiamento corporativo. • Delegar responsabilidades e funções. • O presidente ser um conselheiro independente.
Estrutura do Conselho de Administração	<ul style="list-style-type: none"> • Ter um tamanho que permita tomar decisões de forma ágil e efetiva.
O presidente do Conselho de Administração	<ul style="list-style-type: none"> • Ser um conselheiro independente. • Estabelecer mecanismos para a seleção de conselheiros considerando o valor que eles podem agregar para a companhia.
O papel na seleção de conselheiros internos e externos	<ul style="list-style-type: none"> • Conselheiros selecionados com base no valor que podem agregar. • Manter-se atualizados sobre as necessidades da empresa e de seus empregados. • Os conselheiros externos devem informar qualquer conflito de interesses. • O número de conselheiros externos deve ser superior ao número de conselheiros internos. • A maioria dos conselheiros externos deve ser independente. • Os conselheiros internos devem ser responsáveis legal e criminalmente pelas informações relevantes em uma emissão de obrigações e suas implicações para a situação financeira da empresa • O diretor de Auditoria interna deve ser membro do Conselho de Administração e reportar diretamente ao Conselho de Administração ou ao Comitê de Auditoria.
Comitê de financiamento corporativo	<ul style="list-style-type: none"> • Ser presidido por um conselheiro independente com experiência em finanças corporativas. • Determinação das necessidades de financiamento. • Elaborar os relatórios de riscos sobre as emissões de títulos de dívida da empresa. • Atuar nas contratações de intermediários financeiros necessários para a emissão de títulos financeiros.
Comitê de investimento em	<ul style="list-style-type: none"> • Ser presidido por um conselheiro independente com experiência em mercados financeiros.

(continua)

ativos financeiros	<ul style="list-style-type: none"> • Elaborar e revisar periodicamente a estratégia de investimento da empresa. • Elaborar os relatórios de riscos financeiros sobre os investimentos em ativos financeiros.
Comitê de auditoria	<ul style="list-style-type: none"> • Ser presidido por um conselheiro independente. • O auditor externo ser contratado pelo Comitê de Auditoria e se reportar a ele. • Elaborar o programa de auditoria externa e interna. • Ter um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa. • Ter relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos.
Comitê de riscos	<ul style="list-style-type: none"> • Ser presidido por um conselheiro independente com experiência em administração de riscos. • Elaborar relatórios sobre os riscos financeiros e não financeiros que a empresa enfrenta e aprovar planos para os seus tratamentos. • Acompanhar os relatórios de riscos de emissões de dívidas, propostos pelo Comitê de Financiamento Corporativo. • Acompanhar os relatórios de riscos financeiros, propostos pelo Comitê de Investimentos em Ativos Financeiros. • Contratar agências de avaliação e receber avaliações periódicas das emissões de títulos de dívidas e de carteiras de instrumentos financeiros da empresa. • Reportar o cumprimento e a efetividade da estratégia de investimentos executada.

Fonte: Elaborado a partir de Galindo (2012).

O indicador é ponderado de acordo com a relevância de cada categoria, conforme o Quadro 6. A escala atribuída aos itens da categoria “seleção de conselheiros (internos e externos)” e “conselho de administração” evidencia a representatividade deste conjunto de elementos para o indicador como um todo, já que juntos respondem por cerca de 42% do peso do índice. O indicador não foi estruturado para atribuir nota ou o grau de cumprimento dos dispositivos que o compõem, mas sim para funcionar de forma binária do tipo “cumpre” ou “não cumpre”. Isto é, aponta se a empresa observa ou não determinado item no funcionamento de sua estrutura de governança corporativa e de seus comitês corporativos.

A adoção de aspectos com efeitos identificáveis (diretos ou indiretos) sobre os processos de emissão de títulos corporativos e a forma tal como fora formatado (“cumprimento” ou “descumprimento”) fazem com que o indicador proporcione às empresas o conhecimento sobre as diretrizes que devem ser observadas por suas instâncias de governança corporativa para evidenciar e eventualmente mitigar os riscos relacionados às emissões de dívida, e aos investidores uma informação mais detalhada sobre os riscos efetivamente incorridos pelas empresas.

Quadro 6 – Matriz de *benchmarks* do indicador

Seleção de Conselheiros (internos e externos)	2,079
O papel do Conselho de Administração	2,075
Comitê de Auditoria	1,885
Comitê de Financiamento Corporativo	1,508

(continua)

Comitê de Riscos	1,508
O papel do presidente do Conselho de Administração	0,566
Comitê de Investimentos em ativos financeiros.	0,285
A estrutura do Conselho de Administração	0,094
Total	10,00

Fonte: Elaborado a partir de Galindo (2012).

A proposta de aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL busca, portanto, demonstrar em que medida os casos selecionados de emissão de dívida corporativa no Brasil e na Índia satisfizeram o padrão estabelecido pela instituição, em face do entendimento de que os aspectos tratados no índice são fundamentais na evidenciação dos riscos das emissões e, por esse motivo, afetam os termos das colocações de títulos.

5. ANÁLISE DE RESULTADOS

No que tange ao objetivo dessa dissertação, qual seja identificar a estrutura de governança corporativa relacionada ao processo de emissão de dívida privada que era formalmente adotada pelas empresas emissoras no Brasil e na Índia ao final de 2013, por meio da aplicação do indicador desenvolvido pela CEPAL, apresenta-se a seguir quatro casos selecionados de cada país com vistas a revelar algumas nuances destas duas realidades.

Cumpre reiterar que o indicador desenvolvido pela CEPAL não se propõe a avaliar a governança corporativa das empresas emissoras de forma ampla, mas sim restrita aos dispositivos relacionados à emissão de dívida corporativa (Quadros 7, 8, 9, 11, 12, 13, 14 e 15).

5.1. Casos selecionados para o Brasil

5.1.1. Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. – Usiminas S.A.

A Usiminas iniciou suas operações em 1962 e desde então amplia sua atuação nos mais variados segmentos da cadeia de valor do aço, como mineração e logística, bens de capital, centros de serviços e distribuição e soluções customizadas para a indústria, consolidando assim sua posição como um dos maiores grupos siderúrgicos brasileiros. Foi a primeira empresa brasileira a passar pelo programa de privatizações, em março de 1991, por meio da oferta de ações ordinárias na bolsa de valores brasileira – a então Bovespa (USIMINAS, 2014).

Em setembro de 1994 a companhia realizou uma oferta global de pouco mais de US\$ 480 milhões em *American Depository Receipts* (ADR's) no mercado norte americano, especificamente no mercado de balcão (OTC) da bolsa de New York. A essa colocação no mercado norte americano se sucedeu outra em 2001 e duas em 2007, sendo um destas do tipo ADR's Nível 1. Adicionalmente às ADR's, desde 2005 a companhia negocia suas ações preferenciais classe A na Bolsa de Valores de Madrid, por meio do mercado internacional de valores latino americanos (Latibex) na *Bolsa Y Mercados Españoles* (BME) (USIMINAS, 2013a; USIMINAS, 2014a; USIMINAS, 2014b).

No que tange ao nível de governança das ações em circulação, tanto as ADR's do Nível 1 não embutem maiores exigências do ponto de vista de governança e transparência (SROUR, 2005), como as ações da empresa em circulação no Brasil não possuem os requisitos de governança presentes nos segmentos de listagem reconhecidos por exigirem regras e práticas mais rígidas, quais sejam o Nível II e o Novo Mercado da BM&FBovespa: a companhia está listada no Nível 1.

Já no mercado de dívida corporativa, o primeiro programa de distribuição de debêntures foi lançado em 1998, composto por 10.000 títulos não conversíveis em ações (DNC) com valor nominal¹³ unitário de R\$ 40.000,00, totalizando de R\$ 400 milhões. Tais debêntures tinham juros remuneratórios de 115% do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e vencimento fixado em setembro de 2003, tendo sido integralmente liquidadas nesta data. No mesmo ano a empresa efetuou, por meio de sua subsidiária Tudormanor, a colocação privada de *commercial papers* no mercado estrangeiro no montante de US\$ 55 milhões, em duas séries: uma no valor de US\$ 38 milhões em abril de 2008 e outra de US\$ 17 milhões em maio daquele ano. Os vencimentos inicialmente estipulados para abril e maio de 2006 foram alterados para abril e maio de 2011, datas nas quais as operações foram liquidadas (SND, 2014).

Em novembro de 2000 a companhia realizou sua 2^a emissão de debêntures, composta por 10.000 títulos não conversíveis com valor unitário de R\$ 10.000,00, totalizando R\$ 100 milhões. As debêntures foram emitidas com vencimento para novembro de 2003 e remuneradas à taxa de 104% do CDI. De acordo com os prospectos definitivos e suplementares destas duas primeiras emissões, os recursos obtidos com as distribuições seriam destinados ao alongamento do perfil da dívida existente (SND, 2014).

Em 2007 a empresa aprovou o Programa de Distribuição de Debêntures, o qual limitava-se a R\$ 2 bilhões e vigoraria por dois anos a partir de seu arquivamento na CVM (que se deu ainda em 2007). A única emissão no âmbito desse Programa ocorreu em fevereiro de 2008, por meio da distribuição de R\$ 500 milhões em debêntures não conversíveis remuneradas à taxa de 104% do CDI e com vencimento em fevereiro de 2013, tendo sido liquidadas nessa data. De acordo com a escritura particular desta emissão, os recursos obtidos seriam destinados ao projeto de expansão e modernização da planta industrial localizada em Ipatinga (USIMINAS, 2008a; USIMINAS, 2008c).

¹³ Todos os valores de emissões de dívida apresentados nessa seção são dados em termos nominais e na moeda vigente no momento da distribuição.

O ano de 2008 contemplou outras duas emissões de dívida por parte da companhia: uma de R\$ 100 milhões em fevereiro com vencimento em cinco anos (fevereiro de 2013) e outra de R\$ 600 milhões realizada em dezembro com vencimento em doze anos (dezembro de 2020) (USIMINAS, 2008b; USIMINAS, 2008d). A primeira seguiu o decurso previsto no prospecto e foi liquidada em fevereiro de 2013, mas a segunda foi objeto de antecipação de vencimento tendo sido resgatada em dezembro de 2010. Em ambos os casos, a empresa informou no prospecto que a emissão seria destinada ao pagamento de obrigações de curto prazo (SND, 2014).

A única emissão registrada e em vigência em junho de 2014 foi aquela realizada em janeiro de 2013, representando a 6^a emissão de debêntures da companhia. Nessa oferta foram emitidas 100 mil debêntures não conversíveis ao valor unitário de R\$ 10 mil, totalizando R\$ 1 bilhão, com vigência de seis anos (portanto, até janeiro de 2019) e remuneração fixada em 101% do CDI. Segundo o prospecto definitivo publicado pela companhia e pelo agente fiduciário, os recursos captados seriam utilizados para repactuação das obrigações vincendas em 2013 e fortalecimento do caixa da companhia (USIMINAS, 2013; SND, 2014).

O prospecto da 6^a emissão de debêntures destaca os fatores de risco que devem ser observados pelos potenciais investidores das debêntures, a saber:

- Alteração das condições políticas e econômicas domésticas;
- Efeito da inflação e das decisões de política econômica tomadas para combatê-la;
- Mudanças na política fiscal, na taxa de câmbio e de juros brasileira, norte americana e de países emergentes;
- Desvalorização do real;
- Instabilidade nos preços das *commodities*, basicamente carvão e minério de ferro;
- Crise energética;
- Acirramento da concorrência no setor;
- Custos potenciais relacionados ao cumprimento da legislação ambiental;
- Processos administrativos e judiciais em curso;
- Falta de liquidez do mercado brasileiro de valores mobiliários.

No Formulário de Referência editado em 2013, a Usiminas afirma que monitora sistematicamente os riscos do negócio com potencial de afetar de forma adversa suas operações e resultados. Mais especificamente, a companhia reitera que busca reduzir sua exposição ao câmbio e às taxas de juros por meio de práticas de proteção (notadamente *hedge* e *swap* de moeda e juros) e às oscilações bruscas nos preços das *commodities*, no âmbito da Política Financeira adotada em 2009 (USIMINAS, 2013).

Tabela 5 – Termos da emissão de dívida registrada e vigente no primeiro trimestre de 2014 – Usiminas S.A.

Características da emissão / instrumento	6ª emissão de DNC
Montante emitido	R\$ 1 bilhão
Data da emissão	Jan/2013
Data de vencimento	Jan/2019
Taxa de juros (anual)	101% CDI
Periodicidade do pagamento	Semestral

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *site* da empresa e de Pentágono (2013).

Ademais, a Usiminas adota um modelo de Governança Corporativa que complementa estes esforços de controle de riscos por meio de algumas práticas previstas em estatuto, quais sejam a manutenção permanente de um conselho fiscal e dos comitês de Recursos Humanos e Auditoria (ambos criados em 2007), além das próprias diretorias estatutárias e do Conselho de Administração (USIMINAS, 2014a). A estrutura de governança corporativa bem como os comitês multisetoriais¹⁴ instalados ao final de 2013 podem ser detalhados na sequência:

- Conselho de Administração: estabelece a orientação geral aos negócios e decide sobre questões estratégicas;
- Conselho Fiscal: examina e opina sobre as demonstrações financeiras do exercício social e reporta conclusões aos acionistas;

¹⁴ A empresa conta ainda com os subcomitês de suprimentos, inovação e tecnologia da informação. Por não estarem relacionados ao objeto desse trabalho, sua descrição foi omitida.

- Comitê de Auditoria: avalia os controles internos e acompanha implantação de ações tidas como relevantes pela Auditoria Interna;
- Comitê de Recursos Humanos: formula e recomenda ao Conselho de Administração sobre estrutura organizacional e políticas de remuneração;
- Comitê de Conformidade: criado em 2009 com a função de analisar e deliberar sobre as denúncias recebidas através do Canal Aberto, encaminhando as denúncias para a área responsável;
- Comitê financeiro: criado em 2009 para examinar, discutir e recomendar sobre a política financeira e tributária da empresa;
- Comitê de Divulgação: criado em 2011 para viabilizar o relacionamento da empresa com o público externo, tem como função principal revisar todas as informações da companhia e de suas empresas controladas divulgadas a terceiros.

As principais atribuições da referida estrutura de governança, conforme metodologia proposta pela CEPAL em seu indicador de governança corporativa relativo às emissões de dívida corporativa, podem ser resumidas no Quadro 7.

Quadro 7 – Estrutura de governança corporativa da Usiminas S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> • Deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações e sem garantia real, bem como sobre a oportunidade de emissão de tais títulos quando houver delegação da Assembléia Geral (AGA) nesse sentido. • Fixação dos termos e condições para emissão de <i>commercial papers</i> e demais valores mobiliários, desde que não seja competência da AGA. • Os prospectos são preparados de acordo com as recomendações da CVM e ANBIMA. • A regra geral é utilizar os recursos captados para pagamento de fornecedores, reperfilamento das obrigações de curto prazo, fortalecimento do capital de giro e investimento no parque fabril. • A emissora insere cláusulas restritivas aos termos das emissões (no caso, apenas às debêntures): dívida líquida/EBITDA abaixo de 3,75 e EBITDA/despesa de juros superiora a 2,75. • O CA tem a prerrogativa de instituir os Comitês e estabelecer os respectivos regimentos e competências, sendo de funcionamento permanente os Comitês de Auditoria e de Recursos Humanos.
--	---

(continua)

	<ul style="list-style-type: none"> • Homologação do plano de auditoria interna e na nomeação do responsável pela Auditoria Interna. • Destaca-se ainda a atuação do CA na eleição dos membros das diretorias estatutárias e supervisão de suas funções. • Contudo, não foi possível evidenciar a atuação destes comitês e diretorias no processo de análise e controle das emissões.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> • O conselheiro é eleito pelos detentores das ações ordinárias ou preferenciais da companhia em Assembléia Geral Ordinária (AGO). • Os mandatos são válidos por dois anos, com direito a reeleição. • Porém, segundo a Lei das Sociedades por ações, o acionista detentor de mais de 10% do capital social em ações ordinárias ou preferenciais pode eleger um membro do CA. • Composto por dez membros efetivos, sendo que todos pertencem apenas ao Conselho de Administração (membros externos) e apenas dois participam de outros comitês corporativos (inclusive o presidente do CA, o Sr. Paulo Penido). • Ocorre, porém, que os dois principais controladores (Ternium/Tenaris e Grupo Nippon, respectivamente) são representados por três membros cada um, o que compromete a independência do conselho.
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • O presidente do CA é um membro externo, não é o presidente da companhia (CEO) e nem detém mais que 1% das ações com direito a voto, o que permite inferir que possui certa independência.
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> • Analisando o currículo e trajetória dos conselheiros, pode-se inferir pela proficiência em finanças corporativas. • Segundo o Formulário de Referência (FR) 2014, o CA e os comitês corporativos apenas relatam as atividades desenvolvidas no período, não são avaliados o que, por conseguinte, vale para os conselheiros individualmente. • Os membros da diretoria são avaliados pelo CA com o apoio do Comitê de Recursos Humanos, por meio do exame do cumprimento de indicadores quantitativos, metas globais e individuais. • O Estatuto Social da companhia (art. 13, inciso “y”) e o Regimento Interno do Conselho (inciso “vii”) estipulam que cabe ao CA aprovar qualquer negócio que envolva a empresa e partes relacionadas e, nesse contexto, decidir sobre questões estratégicas para prevenir e administrar situações de conflitos de interesses. • Contudo, o aparente frágil grau de independência do próprio Conselho pode comprometer sua capacidade de mediar conflitos de interesses e divergência de opiniões.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> • Os dez conselheiros são tidos como externos, porém todos ocupam ou já ocuparam cargos diretivos ou consultivos (Diretor Presidente, Diretor Executivo, Presidente do Conselho, outras diretorias e prestação de serviços) em empresas pertencentes ao bloco de controle da Usiminas. • Os conselheiros são escolhidos pelos acionistas, e não exatamente por uma junta de conselheiros independentes.

(continua)

Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • O Estatuto Social, o Regime Interno do Conselho e os Formulários de Referência (2013 e 2014) não evidenciam a responsabilidade dos conselheiros internos em um processo de emissão de dívida, apenas mencionam que a companhia dispõe de um Seguro de Responsabilidade Civil de conselheiros, diretores e/ou administradores (D&O). • O diretor de auditoria interna não é membro do Conselho e se reporta ao Comitê de Auditoria, mas também ao Conselho de Administração. • O FR 2014 indica que “o responsável pela Auditoria Interna deve ser empregado da companhia, legalmente habilitado, vinculado ao Presidente do Conselho de Administração”.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • O suplente de conselheiro apontado como “coordenador” do comitê (Sr. Takaahi Hirose) ocupava ao final de 2013 a Gerência Geral da Divisão de Desenvolvimento de Negócios no Exterior da Nippon Steel & Sumitomo, que faz parte do bloco de controle da Usiminas. • O Conselho é que tem a prerrogativa de “escolher e destituir os auditores independentes, cabendo ao Comitê de Auditoria a participação no processo de seleção e encaminhamento de conclusões ao Conselho” (seção 12.1 [Descrição da estrutura administrativa] do FR 2014). • A empresa não evidencia que o referido comitê elabora o programa de auditoria externa e interna. Cita apenas que o CA homologa o plano de auditoria interna. • A companhia conta com a Superintendência de Auditoria Interna que, segundo o FR 2014, “atua preventivamente para garantir o controle e a redução de riscos”. Contudo, não explicita de que forma se dá essa atuação. • Composto por cinco membros, dentre eles o presidente do CA e dois que ocupam também o comitê de recursos humanos.
Comitê de investimentos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Criado em 2009, o Comitê Financeiro é o que mais se aproxima conceitualmente Comitê de Financiamento em função de sua atribuição central de “discutir e formular recomendações quanto à política financeira e tributária da empresa, incluindo operações financeiras, mercado de capitais, investimentos financeiros, captação e gestão de caixa e riscos financeiros”. • O presidente (coordenador) do comitê não é membro do conselho. O Sr. Ronald Seckelmann é Diretor Vice-Presidente de Finanças e Relações com Investidores. • Segundo informação colhida junto à área Relações com Investidores da companhia, cabe ao CA definir os intermediários financeiros que irão operar as emissões.
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de informações do *site* da empresa, Usiminas (2013a), Usiminas (2013b), Usiminas (2014a) e Usiminas (2013b).

Do Quadro 7 se depreende que, do ponto de vista formal, a Usiminas alinha-se em grande medida às práticas e dispositivos tidos como superiores do ponto de vista de governança corporativa, o que em tese sinaliza uma baixa probabilidade da empresa descumprir os termos de suas debêntures e inadimplir em suas obrigações. Em abril de 2014 a agência de *rating* Fitch reafirmou a nota de crédito de longo prazo em moeda estrangeira em BB+ e a nota nacional de longo prazo em AA, determinando ainda uma perspectiva estável em substituição à negativa que vigia até então. Na prática, a agência afirma que a melhoria das condições econômicas da companhia fizeram seus *ratings* de probabilidade de inadimplência (*Issuer Default Ratings*) melhorarem (SND, 2014b).

Contudo, cabe salientar que mesmo dentro desse alinhamento formal da empresa a diversos dispositivos de governança percebem-se alguns problemas, destacadamente relacionados à composição do Conselho de Administração e sua efetiva independência. Desde 2006, com o início do processo de entrada de novos acionistas, a companhia apresenta divergências importantes entre os que pertencem ao bloco de controle. Em setembro de 2014 a disputa entre os dois principais acionistas – os japoneses da Nippon Steel e os ítalo-argentinos da Techint – chegou a provocar a demissão do então presidente da companhia e de dois altos executivos.

A descontinuação da diretoria foi promovido pelos administradores eleitos pelos sócios japoneses e pelos acionistas minoritários e motivado, de acordo com comunicado oficial, por “exercício disfuncional do poder”. Motivos à parte, o episódio evidencia os conflitos de interesse entre os principais acionistas e os potenciais efeitos desse fato sobre os investidores (VALOR, 2011; CAPITAL ABERTO, 2014; FOLHA, 2014).

5.1.2. GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

A GOL Linhas Aéreas Inteligentes (doravante, GOL), iniciou suas atividades em 2004 introduzindo no mercado brasileiro e latino-americano a aviação comercial de baixo custo (*low-cost low-fare*). Além de operar no serviço de transporte regular e não regular de passageiro e cargas, no mercado doméstico e estrangeiro, a companhia explora ainda atividades correlatas a essa principal, quais sejam fretamento, serviços de manutenção, reparo de aeronaves, motores, partes e peças, atendimento de comissária de bordo e de pátio e pista. A GOL tem ainda o controle acionário da VRG Linhas Aéreas S.A. e da Smiles S.A., sendo essa última a subsidiária responsável pelo programa de fidelidade da companhia, apontado como um dos maiores programas dessa

natureza na América Latina, com mais de 9,9 milhões de associados em 2014 (GOL, 2014b).

A GOL abriu seu capital em 2004 por meio da realização de oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês) pela qual distribuiu pouco mais de 33 milhões de ações preferenciais. A esse movimento se sucedeu uma nova emissão de ações preferenciais em 2005 (pouco mais de 14 milhões de títulos, entre distribuição primária e secundária), em 2009, quando ocorreu emissão de papéis da classe preferencial e ordinária, e em 2010 com a emissão de ações preferenciais no mercado de capitais norte-americano sob a forma de *American Depository Receipts* (GOL, 2004; GOL, 2005; GOL, 2009; SEC, 2010).

Desde 2004, portanto desde o lançamento de ações na bolsa de valores brasileira, a empresa está listada em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, no caso o Nível 2, formalizando dessa forma seu alinhamento às práticas de governança previstas nesse segmento de listagem, quais sejam: i) observância de no mínimo 20% de “conselheiros independentes”; ii) termo de compromisso ao cumprimento dos regulamentos do Nível 2 firmado por conselheiros, diretores e membros do Conselho Fiscal; iii) constituição de câmara de arbitragem para resolver conflitos entre conselheiros e diretores, entre outros (GOL, 2014b; SEC, 2014).

Adicionalmente aos dispositivos incorporados por exigência da listagem no Nível 2 da BM&FBovespa, a empresa celebrou um contrato com a bolsa de valores brasileira no sentido de garantir benefícios adicionais aos acionistas como, por exemplo, o direito dos preferencialistas venderem suas ações à proporção de 100% do valor pago por ação ordinária detida pelo bloco de controle (*tag along* de 100%) (SEC, 2014).

No que tange à participação no mercado de dívida corporativa, o primeiro movimento da companhia nesse sentido se deu por meio de notas perpétuas e notas seniores emitidas nos EUA respectivamente em abril de 2006 e março de 2007. A primeira emissão angariou US\$ 200 milhões remunerados a 8,75% anuais, juros estes pagos trimestralmente a partir de janeiro de 2006 e por tempo não determinado uma vez que os títulos não têm maturidade definida (GOL, 2014a).

A segunda emissão arrecadou US\$ 225 milhões a uma remuneração anual de 7,5%, a ser paga semestralmente a partir de abril de 2007 até atingir a maturidade do título (no caso, abril de 2017). Estas duas primeiras emissões, bem como as demais que se sucederam e que são descritas a seguir, tiveram como emissor a VRG Linhas Aéreas

S.A. (unidade operacional da companhia) tendo como garantidor a própria Gol (exceção feita às debêntures, que foram emitidas sem garantia) (GOL, 2014a).

Em 2010 a companhia promoveu nova emissão de notas seniores, arrecadando US\$ 300 milhões a juros remuneratórios anuais de 9,25% e maturidade fixada para 2020. No mesmo ano realizou uma emissão de debêntures simples não conversíveis (DNC), tida como a 4^a emissão e por meio da VRG Linhas Aéreas S.A., pela qual arrecadou R\$ 600 milhões. De acordo com o prospecto editado sobre essa emissão, os recursos seriam utilizados para fortalecer o capital de giro e pagar fornecedores. A operação em questão, ainda de acordo com o prospecto, refletiu o objetivo da companhia de seguir alongando seus compromissos financeiros e desalavancando o balanço patrimonial (GOL, 2014a).

A quinta emissão de debêntures simples e não conversíveis, celebrada em junho de 2011 e cujo emissor foi novamente a VRG Linhas Aéreas S.A., arrecadou R\$ 500 milhões. A remuneração definida foi 120% do CDI com pagamento semestral de juros a partir de junho de 2011 e prazo de amortização de seis anos, sendo o último pagamento vincendo em junho de 2017 (GOL, 2014b).

A emissão mais recente de títulos de dívida da empresa ocorreu em fevereiro de 2013, sob a forma de notas seniores de 10 anos pela qual foram arrecadados US\$ 200 milhões a juros de 10,75% a.a. De acordo com o prospecto da dívida, os recursos da sexta emissão de debêntures foram utilizados para pagamento de dívidas com vencimento nos três anos seguintes e fortalecimento do capital de giro da companhia (GOL, 2014b).

Os documentos relativos às ofertas de debêntures citadas (basicamente os prospectos), bem como os relatórios apresentados pela empresa (formulários de referência, relatórios anuais e relatório 20F editado pela SEC) e pelos agentes fiduciários responsáveis, apontam que o cumprimento dos termos de suas obrigações contratuais está sujeito a determinados riscos, os quais podem ser summarizados a seguir:

- Instabilidade nas variáveis macroeconômicas domésticas, sobretudo taxa de câmbio, taxa de juros e inflação;
- Impactos da eleição presidencial de 2014;
- Flutuações substanciais nos preços do combustível;
- Alterações na regulamentação da aviação civil brasileira;
- Prejuízos incorridos em exercícios anteriores;

- Aprofundamento da concorrência no setor;
- Processos judiciais em curso, particularmente relacionados a não tributação do ICMS;
- Volatilidade e baixa liquidez dos mercados brasileiros de valores mobiliários.

Tabela 6 – Termos das emissões de dívida registradas e vigentes no primeiro trimestre de 2014 – GOL S.A.

Características das emissões / instrumentos	Bônus perpétuos	Notas seniores	Notas seniores	4 ^a Emissão de DNC	5 ^a emissão de DNC	Notas seniores
Montante emitido	US\$ 200 mi	US\$ 225 mi	US\$ 300 mi	R\$ 600 mi	R\$ 500 mi	US\$ 200 mi
Data da emissão	Abr/2006	Mar/2007	Jul/2010	Set/2010	Jun/2011	Fev/2013
Data de vencimento	N/A	Abr/2017	Jul/2020	Set/2015	Jun/2017	Fev/2023
Taxa de juros (anual)	8,75%	7,5%	9,25%	118% CDI	120% CDI	10,75%
Periodicidade do pagamento	Trimestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *site* da empresa e SEC (2013).

Diante de riscos com efeitos potencialmente negativos sobre as emissões de dívida corporativa, cumpre analisar a estrutura de governança corporativa fundada pela companhia para aprimorar seus mecanismos de proteção a tais riscos, seus controles internos e suas práticas de gestão de modo a assegurar, em última instância, o atendimento de interesses dos *stakeholders*.

O Relatório Anual de 2013 editado pela SEC, o Formulário 20F, aponta que a GOL tem suas obrigações contratuais sensivelmente afetadas por alterações adversas nos preços dos combustíveis, nas taxas de câmbio e de juros domésticos. Nesse contexto a empresa possui, dentro de seu arcabouço de governança corporativa, um comitê de gestão de riscos financeiros composto por membros do Conselho de Administração, consultoria independente e gestores da empresa. Esta comissão se reúne a cada três meses (ou sempre que for convocada) para elaborar e aprovar as políticas de risco da

companhia, além de acompanhar sua efetivação, sobretudo sob a forma da adoção de políticas de *hedge* visando proteção em relação a movimentos do dólar e do combustível (SEC, 2013; GOL, 2014a).

Além do comitê de riscos a empresa conta com outros conselhos de apoio e assessoria ao próprio Conselho de Administração. A estrutura de governança corporativa ao final de 2013 se apresentava como se segue:

- Conselho de Administração: estabelece políticas e estratégias gerais;
- Conselho Fiscal¹⁵: fiscaliza as atividades da administração e revê as demonstrações contábeis da companhia, reportando aos acionistas suas conclusões;
- Comitê de Auditoria: auxilia o Conselho de Administração (CA) em questões relacionadas à contabilidade, controles internos e relatórios financeiros. Além disso, indica auditores independentes ao CA;
- Comitê de Gestão de Pessoas e Governança Corporativa: coordena, implementa e revisa sistematicamente as melhores práticas de governança corporativa, além de recomendar ao CA as políticas de recursos humanos e remuneração;
- Comitê de Políticas Financeiras: revisa periodicamente as medidas tomadas para proteger a companhia de alterações na taxa de câmbio, nos preços de combustível e taxas de juros;
- Comitê de Risco: elabora e aprova as políticas de risco da companhia;
- Comitê de Divulgação: revisa e monitora as políticas e demonstrações financeiras da empresa.

O Quadro 8 sumariza os principais aspectos da referida estrutura de governança corporativa conforme as dimensões contempladas no indicador CEPAL.

Quadro 8 – Estrutura de governança corporativa da GOL S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> • Deliberação sobre a emissão de debêntures, bem como quaisquer outros instrumentos de crédito para captação de recursos, fixando os termos de emissão e resgate.
--	---

(continua)

¹⁵ Na GOL o Conselho Fiscal não é permanente, tendo sua instalação sujeita ao pedido dos acionistas em Assembléia Geral. Ao final de 2013 este conselho não estava instalado (GOL, 2013).

	<ul style="list-style-type: none"> • Os prospectos são preparados de acordo com as recomendações da CVM e inclusive da SEC. • A regra geral é utilizar os recursos captados para capital de giro e pagamento de fornecedores, dentro de uma estratégia de “alongar os compromissos financeiros e desalavancar o balanço patrimonial”. • A companhia insere cláusulas restritivas aos termos das emissões (no caso, apenas às debêntures): dívida líquida/EBITDA abaixo de 3,5 e índice de cobertura da dívida (CID) de pelo menos 1,3. • O CA tem a prerrogativa de instituir os Comitês e estabelecer os respectivos regimentos e competências, sendo de funcionamento permanente os Comitês de Auditoria, Remuneração e Governança Corporativa e Indicação. • Não foi possível evidenciar a atuação destes comitês no processo de análise e controle das emissões. • Destaca-se ainda a atuação do CA na eleição dos membros das diretorias estatutárias e supervisão de suas funções.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> • Em regra geral, o conselheiro é eleito pelos detentores das ações ordinárias ou preferenciais da companhia em Assembléia Geral Ordinária (AGO). • Porém, segundo a Lei das Sociedades por ações, o acionista detentor de mais de 10% do capital social em ações ordinárias ou preferenciais pode eleger um membro do CA. • O Regulamento define que no mínimo 20% dos conselheiros devem ser independentes. • O CA encerrou o ano de 2013 composto por oito membros, todos externos e três independentes. Contudo, cinco membros eram ligados de alguma forma ao controlador. • Os mandatos são válidos por um ano, com direito a reeleição.
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • O presidente do CA, o Sr. Constantino de Oliveira Jr., não é o presidente da companhia mas controla 25% do principal acionista da GOL (que detinha, em 31/12/2013, 62,4% das ações totais da companhia).
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> • Analisando o currículo e trajetória dos conselheiros, pode-se inferir pela proficiência em finanças corporativas. • A empresa esclarece em seu Relatório Anual (RA) 2013 que possui programas de treinamento nas categorias operacional, administrativo e corporativo, além de uma “sistêmica avaliação” do desempenho de todos os conselheiros. • Segundo o Formulário de Referência (FR) 2014, desde 2010 a empresa adota um mecanismo de avaliação do CA pelo qual os próprios membros avaliam o órgão, inclusive a presidência. • A empresa afirma em seu RA 2013 e FR 2014 que segue a Lei das Sociedades por Ações no sentido de proibir o voto do conselheiro sobre um tema que represente conflito aos interesses.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> • A relação de conselheiros externos/internos é de 8 pra 1, porém todos são eleitos pelo acionistas controlador e cinco dos oito representam o acionista controlador (de acordo com o relatório 20F editado em 2013).

(continua)

	<ul style="list-style-type: none"> • Ou seja, a forma de seleção dos conselheiros não atende a premissa de que essa seleção deva ocorrer por uma junta de conselheiros independentes.
Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • Os conselheiros assinam termos pelos quais se comprometem a submeter-se a câmaras de arbitragem pra resolver conflitos, mas não trata especificamente sobre emissões. • O diretor de auditoria interna não é membro do conselho mas se reporta ao Comitê de Auditoria.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Oferece apoio ao Conselho de Administração em questões relacionadas à contabilidade, controles internos e relatórios financeiros. • Recomendação de auditores independentes ao Conselho de Administração, além de revisão de sua remuneração e coordenação de suas atividades. • Composto por três membros independentes eleitos pelo Conselho de Administração para um mandato de um ano, com direito de reeleição. • Ao final de 2013, um dos membros (Luiz Kaufmann) detinha a condição de “perito financeiro” do comitê, no âmbito das normas da SEC. • Não foi possível evidenciar os dispositivos e sistemas de informação de que lança mão para acompanhar a utilização dos financiamentos da empresa. O FR 2014 (seção “descrição da política de gerenciamento de riscos de mercado”) indica que o comitê reporta ao CA sobre “atividades de gestão de risco de mercado”, mas não apresenta maiores detalhamentos.
Comitê de investimentos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Tomado como equivalente ao ‘Comitê de Política Financeira’ existente. • Revisão periódica as medidas de proteção tomadas em relação às oscilações na taxa de câmbio, preços de combustível e taxas de juros. • Elaboração e aprovação das políticas financeiras corporativas. • Revisão, quando necessário, do plano de investimentos e de financiamento, bem como recomendação ao Conselho das transações necessárias para viabilizá-los. Ou seja, o material sinaliza que esse comitê encontra “as necessidades de financiamento e como satisfazê-las”, mas não evidencia esse aspecto com clareza. • Composto por cinco membros nomeados pelo Conselho de Administração (diretor presidente, diretor financeiro e três executivos) para mandato de um ano, com direito a reeleição. • Pode-se inferir, pela análise dos seus currículos, que os membros têm proficiência em finanças corporativas.
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Revisão e aprovação das políticas de risco de curto e longo prazo, bem como monitoramento sobre sua implantação. • Recomendação, ao Conselho de Administração, de operações necessárias para proteger os ativos de movimentos do dólar e combustível. • Composto por no máximo cinco membros, nomeados pelo Conselho de Administração, independente de serem conselheiros ou não, para um mandato de um ano com direito a reeleição.

(continua)

	<ul style="list-style-type: none"> • Formado ao final de 2013 por quatro membros (dois independentes), sendo presidido pelo Presidente do Conselho de Administração (que já não é independente). • Não foi possível evidenciar que esse comitê lidera a avaliação dos riscos subjacentes à operação da empresa, uma vez que o estatuto trata sua atuação como sendo de “revisão e aprovação das políticas de risco”.
--	--

Fonte: Elaboração própria a partir de informações do *site* da empresa, GOL (2014a), GOL (2014b) e SEC (2013).

Além dos dispositivos de governança corporativa apresentados anteriormente e contemplados no indicador CEPAL, a companhia conta ainda com um Subcomitê de Políticas Contábeis, Tributárias e de Demonstrações Financeiras que atua na recomendação ao Conselho de Administração sobre as questões que lhe dão nome. Essa comissão é composta por três membros eleitos pelo Conselho para mandato de um ano, com direito a reeleição, incluindo o diretor financeiro da companhia, um conselheiro ou membro do comitê de auditoria e um membro independente (SEC, 2013).

Um dos aspectos retratados no Quadro 8, qual seja o de cumprimento de determinados índices financeiros estabelecidos nas emissões, impôs dificuldades à emissora recentemente. Em 2012, a empresa descumpriu os índices financeiros previstos na 4^a e 5^a emissão de debêntures e teve que solicitar consentimento dos debenturistas para continuar a classificar tais títulos como dívida de longo prazo¹⁶, o que foi aceito em assembleia (PINHEIRO, 2012).

Este fato retrata, em alguma medida, a confiança que os investidores têm na condição de solvência da companhia e nos esforços empreendidos no sentido de aprimorar seu padrão de governança corporativa, o que tem potencial de ancorar as decisões de investimento. Contudo, em 2013 a agência de *rating* Fitch demonstrou preocupação acerca do impacto dos menores resultados operacionais de 2012 e da maior alavancagem sobre a solidez da empresa, que a levaram a rebaixar a nota de crédito de B+ para B- naquele ano. Ou seja, um dos fatores de risco elencados anteriormente (“prejuízos incorridos em exercícios anteriores”) tem real potencial de afetar as condições de colocação e cumprimento de dívida (SEC, 2013).

5.1.3. Construtora Sultepa S.A.

¹⁶ De acordo com as normas contábeis internacionais do IFRS, em caso de descumprimento dos índices financeiros das emissões, tais debêntures devem ser reclassificadas no balanço como sendo de curto prazo (PINHEIRO, 2012).

A Sultepa foi fundada em 1956, juntamente com suas controladas Pedrasul Construtora S.A. e Sultepa Construções e Comércio Ltda., com atuação restrita ao Estado do Rio Grande do Sul no segmento de construção pesada. Opera atualmente em outras partes do território nacional por conta da relevante presença em obras públicas federais e na própria região Sul do país, realizando obras rodoviárias, urbanas, metroviárias, de saneamento, construção civil, obras portuárias e aeroportuárias, barragens e montagens industriais (SULTEPA, 2013).

A empresa realizou quatro emissões de debêntures ao longo de sua história, sendo que em três desses programas ocorreram repactuações e até inadimplemento de parcelas de juros e/ou amortização das dívidas, como se detalha na sequência.

A primeira emissão pública de debêntures não conversíveis ocorreu em novembro de 1992 com emissão de 10.000 títulos a um valor unitário de Cr\$ 6.000.000,00 (Cruzeiros, a moeda de então), em duas séries: primeira série com 6.000 títulos e segunda série com 4.000 títulos. Originalmente, a remuneração¹⁷ havia sido fixada entre Taxa ANBID mais 5% a.a. e IGPM mais 25% a.a., o que fosse maior, e vencimento para novembro de 2000. Ocorre que, por meio de um aditivo feito em dezembro de 2007, a remuneração foi alterada para IGPM mais 8% a.a. e, após pedido feito pela emissora em uma Assembléia Geral de Debenturistas (AGD) realizada em dezembro de 2012, os pagamentos de amortização e juros foram repactuados para 2013 (quatro pagamentos iguais, de janeiro a abril daquele ano). Mediante esta renegociação as duas séries foram integralmente liquidadas em 2013 (SLW, 2013; SND, 2014).

A bem da verdade, o retrospecto da 1^a emissão levantado pelo Sistema Nacional de Debêntures (SND) demonstra que a companhia solicitou por diversas vezes, a partir de novembro de 1999, a prorrogação de pagamentos de amortização e juros relativos à emissão. Em julho de 2001, contudo, a emissora não conseguiu adiar o pagamento de juros devidos nesta data e passou à situação de inadimplência junto aos seus credores e ao próprio SND. Os eventos de pagamento de juros e/ou amortização continuaram a não ser cumpridos ao longo da década de 2000, levando inclusive ao bloqueio das debêntures conforme prevê o regulamento em casos dessa natureza (SND, 2014).

¹⁷ O Conselho de Administração alterou em fevereiro de 1994 a remuneração da emissão, que passaria a ser atualizada pela TR e renderia juros de 12% a.a. Posteriormente, em fevereiro de 1997, a AGD definiu que o valor nominal seria atualizado pela TR apenas até março de 1997 e a partir desse período passariam a pagar juros baseados na Taxa ANBID mais 1% a.a. (SND, 2014).

A segunda emissão de debêntures simples, conversíveis em ações¹⁸, realizada em série única e com garantia real, ofertou 12.000 títulos com valor unitário de R\$ 1.000,00. A emissão ocorreu em julho de 1995 com maturidade de cinco anos, portanto, vincenda em julho de 2000. Originalmente, a base de remuneração seria dada pela taxa de 12% a.a. mais um prêmio de 4% a.a., aplicados sobre o valor nominal corrigido pela TR e pela Taxa ANBID (SULTEPA, 1995). Segundo o SND, a emissão teve seu vencimento antecipado para dezembro de 1998 conforme prevê a legislação e o próprio prospecto definitivo da oferta em caso de inadimplemento. Sendo assim, a emissão foi cancelada nessa data por conta da liquidação.

Em 1997 a Sultepa realizou sua terceira emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, realizada em série única e com garantia real. Foram emitidas 2.350 debêntures a um valor unitário de R\$ 5.117,56, totalizando pouco mais de R\$ 12 milhões, vincendas em dez anos (portanto, julho de 2007). A remuneração foi fixada em 10% a.a., após correção do valor nominal pela Taxa ANBID (depois alterada para o IPCA) (SULTEPA, 1997).

O primeiro evento de inadimplemento da terceira emissão ocorreu em fevereiro de 2004, por conta do não pagamento de prêmio mesmo após adiamento por um mês. Este fato ensejou o bloqueio de debêntures da referida emissão, que foi revertido em abril após a emissora efetuar o devido pagamento. Nos meses seguintes de 2004 até meados de 2007, a empresa continuou utilizando o expediente de prorrogar os eventos de juros e amortização para não incorrer em inadimplemento, manobra essa sempre aprovada pelas AGD's realizadas. Um marco relevante desse movimento de chancela dos debenturistas sobre a conduta da emissora foi a reunião ocorrida em junho de 2007, na qual deliberou-se sobre a alteração na data de vencimento da terceira emissão, de dezembro de 2007 para dezembro de 2012.

Entre 2008 e 2012, conforme análise das correspondências enviadas pela emissora e agente fiduciário e atas das AGD's realizadas, os debenturistas seguiram dando suporte às repactuações, prorrogações e até mesmo suspensões de pagamento propostas pela empresa diante do inadimplemento de parcelas de juros, amortizações e prêmios (PLANNER, 2013; SND, 2014).

¹⁸ De acordo com o prospecto da emissão, cada debênture poderia ser convertida, a qualquer momento e à opção dos debenturistas, em 426 ações preferenciais da Sultepa. Nota-se que esse caso, juntamente com algumas emissões realizadas pela Inepar analisadas a seguir, são os únicos de conversibilidade de debêntures em ações dentre os apresentados neste trabalho. Usualmente as empresas brasileiras emitem títulos de dívida não conversíveis em ações.

Nesse contexto destacam-se duas AGD's e as respectivas deliberações feitas:

- AGD realizada em novembro de 2010: alteração na data de vencimento de dezembro de 2012 para dezembro de 2020.
- AGD realizada em março de 2013: 65,32% dos debenturistas aprovaram a autorização para o agente fiduciário não declarar o vencimento antecipado da terceira emissão por conta do inadimplemento dos termos da escritura, além de deliberarem sobre uma nova prorrogação no prazo de vencimento das debêntures (de dezembro de 2020 para dezembro de 2022).

Em suma, entre meados de 2004 e abril de 2013, a empresa por diversas vezes convocou AGD's para deliberar sobre alterações nos termos das debêntures, seja do fluxo de pagamento de remuneração e/ou principal, seja das garantias constituídas. Mais especificamente, foram debatidas treze propostas dessa natureza no período (SND, 2014).

Contudo, em novembro de 2013, o Agente Fiduciário (Planner) declarou o vencimento antecipado das debêntures da terceira emissão por conta do inadimplemento da parcela vencida em 31 de agosto de 2013, determinada no âmbito da última repactuação aprovada pela AGD em março de 2013. Dessa forma, foram criados os eventos de juros e vencimento antecipado para o dia 27 de novembro de 2013, implicando no resgate total da emissão (PLANNER, 2013; SND, 2014).

A quarta emissão de debêntures simples não conversíveis em ações ocorreu em janeiro de 2000, com a oferta de 50 mil debêntures a um valor unitário de R\$ 1.000,00 totalizando, portanto, R\$ 50 milhões. A remuneração dos títulos foi fixada em 105% do CDI e o prazo de vencimento estipulado em três anos (portanto, em abril de 2003). Esse programa não apresentou inadimplemento em seus termos e foi integralmente liquidado no seu vencimento.

Em face dos sucessivos descumprimentos do pagamento de juros, amortização e dos próprios acordos de parcelamento desses eventos inadimplidos, cumpre analisar as práticas atuais de governança corporativa da Sultepa no sentido de aprimorar os controles internos, a gestão e a transparência da companhia. Soma-se a isso o fato da AGD realizada em março de 2013 ter determinado um plano de pagamento da terceira

emissão de debêntures em substituição ao anterior, nos seguintes termos: i) pagamentos mensais no valor de R\$ 250 mil entre 31 de julho de 2013 e 31 de março de 2014; ii) pagamentos mensais no valor de R\$ 450 mil entre 30 de abril de 2014 e 30 de abril de 2015 (SULTEPA, 2013).

O Formulário de Referência editado em 2013, especificamente na seção “Descrição da política de gerenciamento de riscos de mercado”, aponta que o programa de gestão de risco global da companhia se baseia na imprevisibilidade dos mercados financeiros e busca mitigar efeitos potencialmente adversos sobre seu desempenho. Mais adiante, a companhia afirma que se vale dos dispositivos que corrigem os contratos e reestabelecem seu equilíbrio econômico-financeiro, presentes tanto na Lei de Licitações (Lei nº 8.666/1993) como no Regime Diferenciado de Contratação (Lei nº 12.462/2011), para se proteger do seu principal risco, qual seja a evolução dos custos de insumos e falhas na regra de formação de preço (SULTEPA, 2013). Ou seja, a empresa não evidencia em seus documentos oficiais publicados quais medidas adota para efetivamente mitigar os riscos a que está sujeita.

Do ponto de vista da estrutura de governança corporativa, persiste a não adoção de um arcabouço que comporte práticas superiores de gestão e governança, conforme apresentado a seguir:

- Adoção de mapeamento de processos administrativos e operacionais para “melhorar os controles internos e gerir com mais eficácia as informações” (SULTEPA, p. 52, 2013);
- Conselho de Administração: atuação praticamente limitada a eleição de diretoria e exame dos balancetes mensais;
- Não conta com Conselho Fiscal Permanente, sua instalação depende do pedido dos acionistas;
- Seis diretorias estatutárias com atuação basicamente executiva, muito pouco normativa;
- Não forma comitês corporativos, de modo que as divergências são dirimidas nas reuniões de diretoria;
- Contudo, não possui cláusula de compromisso para resolução de conflitos por meio de arbitragem.

O Quadro 9 evidencia o baixo grau de cumprimento de governança corporativa da companhia.

Quadro 9 – Estrutura de governança corporativa da Construtora Sultepa S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> • Formulação do planejamento estratégico e de políticas de acompanhamento e cobrança das metas estabelecidas aos administradores e executivos da companhia. • Atuação muito restrita ao exame de demonstrativos contábeis. • Os prospectos são preparados de acordo com as recomendações da CVM, mas passou por uma troca de agente fiduciário na 2ª emissão de debêntures justamente por questionamentos acerca da transparência. • A regra geral é utilizar os recursos captados para pagamento de fornecedores e capital de giro para realização de obras. • A emissora não determina em seus prospectos os índices financeiros que devem ser observados. • Não forma comitês corporativos nem tampouco as estruturas subjacentes a eles (plano de auditoria, plano de remuneração, etc.) • Em suma, não foi possível evidenciar a atuação do CA e das diretorias no processo de análise e controle das emissões.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> • O conselheiro é eleito pelos detentores das ações ordinárias ou preferenciais da companhia em Assembléia Geral Ordinária (AGO). • Os mandatos são válidos por três anos, com direito a reeleição. • Composto por seis membros, todos efetivos e eleitos pelo controlador. • Cinco membros são externos (pertencem apenas ao CA).
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • O Presidente do Conselho, o Sr. Ricardo Lins Portella Nunes, ocupa também o cargo de Diretor Presidente da empresa. Ademais, acumula diretoria de outras duas empresas do grupo (Pedrasul Construtora S.A. e Sultepa Construções e Comércio Ltda.).
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> • Analisando o currículo e trajetória dos conselheiros pode-se inferir pela proficiência técnica em engenharia e área afins, mas não em finanças corporativas. • O Formulário de Referência não evidencia nada sobre avaliação de conselheiros nem tampouco critérios de seleção dos mesmos (até porque os membros são efetivos e, historicamente, têm sido reconduzidos ao cargo ao final do mandato de três anos), o que não parece ocorrer efetivamente.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> • Os conselheiros são escolhidos pelo controlador. • Os conselheiros devem ser escolhidos pelos acionistas, e não exatamente por uma junta de conselheiros independentes.
Conselheiros internos – responsabilidade dos	<ul style="list-style-type: none"> • O Estatuto Social e os Formulários de Referência 2013 e 2014 não evidenciam a responsabilidade dos conselheiros internos (e nem externos) em um processo de emissão de dívida.

(continua)

conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • A empresa não possui departamento de auditoria interna.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de investimentos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de Sultepa (2013).

O panorama descrito pelo Quadro 9 demonstra o baixo comprometimento da empresa com uma estrutura robusta de governança corporativa, mesmo diante de um histórico de descumprimento recorrente dos termos de sua dívida corporativa. Possivelmente tal conduta dificulta sobremaneira o acesso da Sultepa ao mercado de dívida corporativa e pode comprometer inclusive seu desempenho no mercado acionário, na medida em que não sinaliza aos seus credores/acionistas de forma clara sobre a estrutura de que dispõe para atenuar os riscos inerentes a tal investimento.

5.1.4. Inepar S.A. Indústria e Construções

A Inepar opera no setor de bens industriais e máquinas e equipamentos, essencialmente na fabricação de equipamentos, sistemas elétricos, torres e acessórios para transmissão de energia e telecomunicações, além de bens de capital e sistemas industriais sob encomenda (BM&FBOVESPA, 2014).

A empresa iniciou suas operações em 1953, como ENCO – Engenharia e Comércio. Em 1968 foi criada a INELCO – Indústria Elétrica e Comércio, atuando basicamente na fabricação e montagem de painéis elétricos de baixa tensão e centros de controle de motores para indústrias. Em 1971 a INELCO adota a razão social INEPAR – Indústrias Eletromecânicas do Paraná Ltda e, em 1976, se junta à ENCO para formar a S.A. ENCO. No mesmo ano a INEPAR incorpora a estrutura da ENCO e assume a

razão social que prevalece até os dias atuais: Inepar S.A. Indústria e Construções (INEPAR, 2010).

Entre as décadas de 1960 a 1990 diversificou sua atuação para as áreas automotiva, de telecomunicações e energia, o que foi viabilizado pelos mercados de capitais e financeiro. Nesse contexto destaca-se o apoio financeiro do BNDES tanto na concessão de empréstimos como na participação no processo de abertura de capital da empresa, realizado na década de 1980, e as emissões de dívida da década de 1990 com vistas a captar recursos para estruturar acordos operacionais entre empresas (OMAR CAMARGO, 2013).

As escrituras de emissão de debêntures da década de 1990 evidenciam, no que tange à destinação dos recursos, que este instrumento de dívida viabilizou em grande medida o plano de crescimento da empresa via fusões e aquisições, conforme indica o Quadro 10.

A primeira emissão ocorreu em dezembro de 1994 em duas séries, sendo a primeira formada por 2.667 títulos conversíveis em ações ordinárias e a segunda por 5.334 debêntures conversíveis em ações preferenciais, ambas a um valor unitário de R\$ 3.000,00 e vincendas em dezembro de 1999. Até seu vencimento, todas as debêntures das duas séries foram convertidas em ações (INEPAR, 1994; SND, 2014).

Quadro 10 – Destinação dos recursos captados por debêntures da Inepar na década de 1990

Número da emissão	1 ^a emissão, em duas séries	2 ^a emissão, em série única	3 ^a emissão, em duas séries
Data de emissão	01/12/1994	01/02/1996	30/11/1996
Destinação dos recursos (segundo escritura de emissão)	“Viabilizar plano de por meio da formação de acordos estratégicos em outro setores.”	“Aumento de capital da controlada INEPAR Telecomunicações S.A.”	“Aquisição do controle da Sade Vigesa Indústria e Serviços S.A.”
Principal evento ocorrido no período	Associação com General Electric na produção de medidores elétricos e com Motorola e Iridium Andes Caribe Corp. para formação da Iridium Sudamericana.	A antiga Iridium Brasil S.A. deu origem à INEPAR Telecomunicações, que recebeu aporte da controladora (Inepar S.A. Ind. Construções) via aumento do capital social.	Em 1996 a Inepar realizou operação de global de aquisição do controle acionário da Sade Vigesa Industrial e Serviços S.A.

Fonte: Elaboração própria a partir de Inepar (1994), Pentágono (2012) e Omar Camargo (2013).

Por outro lado, a segunda e terceira emissões apresentaram uma trajetória de adiamentos de pagamentos, repactuações não cumpridas e inadimplemento dos pagamentos de juros, amortizações e eventuais prêmios determinados nas escrituras das obrigações. A segunda emissão venceria originalmente em fevereiro de 2001, mas o histórico de adiamentos dos pagamentos entre 1998 e 2000 fez com que a AGD realizada em janeiro de 2001 aprovasse um plano de repactuação do saldo devedor nas seguintes condições: i) pagamento de dez debêntures em 01/02/2001; ii) pagamento de 25% do saldo devedor em 02/04/2001; iii) pagamento de 25% do saldo devedor em 01/09/2001; iv) e pagamento integral do saldo devedor em 01/02/2002 (PENTÁGONO, 2012).

A despeito da renegociação aprovada, a empresa não conseguiu honrar com os pagamentos e as negociações entre emissora e debenturistas buscando repactuações perduraram até outubro de 2003¹⁹, quando novamente a Inepar não liquidou o acordo programado e teve suas debêntures bloqueadas. Por ocasião de mais esse descumprimento, a AGD autorizou o agente fiduciário declarar o vencimento antecipado da referida emissão, o que ocorreu em 21/11/2003. Por conta do não pagamento imediatamente após as obrigações terem sido declaradas vencidas, os debenturistas açãoaram a Justiça em junho de 2004 para receber o saldo devedor. O processo se estendeu até julho de 2012, quando os detentores dos títulos aceitaram a proposta de aquisição de todas as debêntures por parte da própria companhia. (PENTÁGONO, 2012; SND, 2014).

A terceira emissão experimentou uma trajetória semelhante à da segunda emissão. Emitida em novembro de 1996 e com vencimento estipulado inicialmente para novembro de 2001, a emissão passou por sucessivos adiamentos, atrasos de pagamentos e até mesmo inadimplementos de encargos e principal. A repactuação formal da dívida foi discutida na 8^a AGD, em maio e junho de 2010, na qual foi aprovada a seguinte proposta: i) atualização do saldo devedor das duas séries até a data de 1º/04/2010²⁰ por IGP-M mais 11% a.a.; ii) após essa data, o saldo devedor seria amortizado em 120

¹⁹ Foram editados no período quatro Termos de Aditamento da Escritura de Segunda Emissão de Debêntures da Inepar S.A., de modo a consolidar as condições aprovadas em assembleia pelos debenturistas, com anuência da emissora, para repactuação do saldo devedor da referida emissão.

²⁰ Tal proposta foi formalizada nos termos do Segundo Aditamento à Escritura da Terceira Emissão de Debêntures da Inepar S.A. Indústria e Construções (OMAR CAMARGO, 2013).

meses (início em 1º/08/2010 e fim em 1º/07/2020), todas as parcelas atualizadas pela TR mais juros de 0,5% a.a. (OMAR CAMARGO, 2013; SND, 2014).

Em suma, as 35 mil debêntures da segunda emissão²¹ da foram totalmente integralizadas até dezembro de 2013, o que também se verificou com as 25 mil debêntures da terceira emissão (sendo 20 mil da primeira série, não conversíveis em ações, e 5 mil da segunda série, conversível em ações preferenciais da Inepar²²).

O desafiador cenário imposto à empresa ao final da década de 1990 e início dos anos 2000 tornou imperativo um movimento de reestruturação, o qual foi empreendido a partir de 2001 utilizando, dentre outros mecanismos, o mercado de capitais. Nesse sentido, a 55^a Assembléia Geral Extraordinária (AGE) aprovou, em janeiro de 2001, a emissão de 270 mil debêntures, sendo 135 mil da 1^a série, conversíveis em ações ordinárias e 135 mil da 2^a série, conversíveis em ações preferenciais, ambas vincendas em fevereiro de 2006 (INEPAR, 2001).

O prospecto de distribuição aponta que o propósito da quarta emissão era captar recursos em montante suficiente aos investimentos e reestruturação da Inepar. A Tabela 7 demonstra que, dos R\$ 270 milhões arrecadados com a colocação dessas debêntures, pouco mais de 88% (R\$ 238 milhões) foram direcionados justamente ao reperfilamento das dívidas, fortalecimento do capital de giro operacional e reestruturação da companhia.

Apesar da necessidade de demonstrar ao mercado sua disposição em seguir os termos definidos nessa nova emissão, realizada no âmbito de um plano de reestruturação mais amplo, a emissora mais uma vez repetiu os descumprimentos verificados nas distribuições anteriores. A primeira parcela de juros vincenda em fevereiro de 2002 foi adiada para junho daquele ano e os pagamentos de juros e amortizações vencidos entre meados de 2004 e maio de 2007 não foram pagos em sete

²¹ Série única, resgatáveis e/ou permutáveis por ações da companhia Inepar Telecomunicações S.A.

²² A integralização da 2^a emissão ocorreu nos seguintes termos: i) 19.784 foram permutadas por ações da Inepar Telecomunicações S.A.; ii) 9.362 foram resgatadas; iii) 1.838 serviram ao aumento do capital social, conforme deliberação da 276^a Reunião do Conselho de Administração (RCA); iv) 2.087 foram liquidadas pela emissora em julho de 2012, dando fim ao processo judicial em questão; e v) o saldo devedor de 1.929 debêntures foi liquidado com a controladora Inepar Administração em dezembro de 2013, através de Instrumento Particular de Cessão de Crédito. A integralização da 3^a emissão de debêntures se deu da seguinte forma: i) da primeira série, foram resgatadas 4.750 e 15.250 foram integralizadas ao capital social; ii) da segunda série, foram resgatadas 87 debêntures, 3.168 foram convertidas em ações preferenciais da Inepar, 1.245 foram integralizadas e 500 debêntures foram liquidadas pelo controlador Inepar Administração (INEPAR, 2013).

oportunidades, o que foi contornado pela emissora por meio de repactuações dos pagamentos e alterações nas próprias características da emissão²³.

O contínuo de programações e reprogramações de pagamentos aliados ao expediente de alterar os termos da emissão implicaram na dilação do vencimento original, fixado inicialmente em fevereiro de 2006, para maio de 2013. Nessa data as debêntures foram integralmente integralizadas, restando apenas um saldo devedor junto à controladora Inepar Administração que foi liquidado em dezembro de 2013 (INEPAR, 2013).

Tabela 7 – Destinação dos recursos da 4^a emissão de debêntures da Inepar S.A.

Usos	R\$ milhões	Participação no total (%)
Investimentos da Inepar Ind. e Construções	18,0	6,6%
Reestruturação da Inepar Ind. e Construções	7,0	2,6%
Negociação de dívidas/capital de giro	231,0	85,6%
Investimentos da Inepar Energia	14,0	5,2%
TOTAL	270,0	100%

Fonte: Adaptado de Inepar (2001).

Portanto, o que se viu na segunda, terceira e quarta emissões de dívida realizadas pela Inepar foi uma sequência de programações, reprogramações, atrasos e inadimplementos nos termos das obrigações, especificamente no pagamento de juros e amortizações, o que exerce algum impacto sobre a capacidade da empresa de acessar o mercado de capitais e financeiro.

Na mesma direção da quarta emissão de debêntures, a quinta emissão formalizou em seu prospecto que os recursos captados seriam destinados ao alongamento do perfil da dívida, reforço do capital de giro, antecipação do pagamento de empréstimos bancários vencidos e pagamento de debêntures da segunda emissão (como referido anteriormente, a emissora propôs liquidar o saldo devedor para arquivar o processo judicial movido pelos debenturistas) (INEPAR, 2012).

²³ Foram realizados dois Termos de Aditamento à escritura da 4^a emissão e cinco AGD's especificamente para deliberar sobre alteração nas características da emissão e aprovação de planos de repactuação de pagamentos, tudo isso pra comportar os inadimplementos da empresa e evitar a declaração de vencimento antecipado da emissão.

Tabela 8 – Termos das emissões de dívida registradas e vigentes no primeiro trimestre de 2014 – Inepar S.A.

Características das emissões / instrumentos	4 ^a emissão de DNC
Montante emitido	R\$ 150 mi
Data da emissão	Jul/2012
Data de vencimento ¹	Jul/2016
Taxa de juros (anual)	8,5% a.a.
Periodicidade do pagamento	Semestral

¹ A emissão teve seu vencimento declarado antecipadamente para 15 de maio de 2014.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SND (2014).

A estrutura de governança corporativa se apresentava ao final de 2013 como se segue:

- Conselho de Administração: estabelece a orientação geral aos negócios e decide sobre questões estratégicas. A partir de 2012 adotou uma política de profissionalização da gestão pelo qual os acionistas controladores exerceriam somente as funções de membros do CA, além da participação de dois membros tidos como independentes (representantes dos minoritários).
 - Conselho Fiscal: examina e opina sobre as demonstrações financeiras do exercício social e reporta conclusões aos acionistas;
 - Comitê financeiro: criado em 2009 para examinar, discutir e recomendar sobre a política financeira e tributária da empresa;
 - Comitê de Relações com o Mercado de Capitais: criado em 2012 para elaboração e implementação de um plano de reestruturação que envolva todas as atividades de relacionamento com esse mercado.
- Conforme apontado pelo “FR 2014”, a companhia não possui comitês estatutários ou comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários.

As principais atribuições da referida estrutura de governança, conforme metodologia proposta pela CEPAL em seu indicador de governança corporativa relativo às emissões de dívida corporativa, podem ser resumidas no Quadro 11.

Quadro 11 – Estrutura de governança corporativa da Inepar S.A. em 2013, conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> Deliberação sobre as condições de emissão de debêntures e notas promissórias comerciais, sempre por delegação da Assembléia Geral (AGA). Sugestão de normas gerais de administração e racionalização. Os prospectos são preparados de acordo com as recomendações da CVM e ANBIMA. A regra geral é utilizar os recursos captados para pagamento de fornecedores, reperfilamento das obrigações de curto prazo, fortalecimento do capital de giro e, mais recentemente (4^a e 5^a emissões), viabilizar o plano de reestruturação da companhia. A emissora não insere cláusulas restritivas aos termos das emissões. Contudo, não foi possível evidenciar a atuação destes comitês e diretorias no processo de análise e controle das emissões.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> Os conselheiros são nomeados pelo controlador. Os mandatos são válidos por dois anos, com direito a reeleição. Composto por seis membros, sendo que cinco pertencem apenas ao Conselho de Administração (membros externos), inclusive o presidente do Conselho. Um dos membros é o Diretor Presidente da emissora.
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> O presidente do CA é um membro externo, não é o presidente da companhia (CEO) e nem detém mais que 1% das ações com direito a voto, mas trabalha no grupo Inepar desde 1978. Atualmente ocupa o cargo de Diretor Presidente da Inepar Equipamentos e Montagens S.A. e presidência do CA da Inepar Telecomunicações S.A.
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> Analizando o currículo e trajetória dos conselheiros, não se pode inferir precisamente pela proficiência em finanças corporativas. As Propostas da Administração (PA) editadas em 2014 e 2013 não tratam sobre programas de treinamento e avaliação continuada do corpo de conselheiros.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> Cinco dos seis conselheiros são tidos como externos, porém todos ocupam ou já ocuparam cargos diretivos (Diretor Presidente, Diretor Executivo, Presidente do Conselho e outras diretorias) em empresas pertencentes ao grupo da emissora: Iesa Óleo e Gás, Inepar Telecomunicações S.A. ou Inepar Equipamentos e Montagens S.A. Os conselheiros são escolhidos pelos acionistas, e não por uma junta de conselheiros independentes.
Conselheiros internos –	<ul style="list-style-type: none"> O Estatuto Social, o Regime Interno do Conselho e as PA's 2013 e 2014 não

(continua)

responsabilidade dos conselheiros	<p>evidenciam a responsabilidade dos conselheiros internos em um processo de emissão de dívida.</p> <ul style="list-style-type: none"> • A PA 2013 afirma que “a companhia possui uma área de auditoria interna atuante na revisão dos controles internos”, mas não detalha quem dirige essa divisão e a quem ela se reporta. • Na mesma seção que aborda o aspecto anterior, a empresa afirma que a “Administração avaliou a eficácia dos controles internos”, o que reforça a falta de clareza sobre a atuação de uma eventual divisão de auditoria interna.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de investimentos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de informações do *site* da empresa, Inepar (2013b) e Inepar (2014).

Em um esforço de recuperar sua credibilidade junto ao mercado diante dos inúmeros descumprimentos de termos de suas obrigações contratuais, inclusive as dívidas corporativas, a Inepar aderiu ao Nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa em março de 2011. Essa disposição em internalizar práticas adicionais àquelas exigidas em Lei teve como um dos marcos a alteração na diretoria executiva em janeiro de 2012. Os irmãos Atilano de Oms Sobrinho e Jauvenal de Oms, então Presidente e Diretor Presidente da companhia respectivamente, deixaram seus cargos em cumprimento ao regulamento de listagem no Nível 1 (EXAME, 2011; EXAME, 2012).

A despeito dessa mudança e de outras medidas que se sucederam, todas destinadas a sinalizar ao mercado uma eventual mudança de conduta da companhia no ponto de vista de seu nível de transparência, se vê pelo quadro recente que a estrutura de governança e gestão permanece sendo determinada em boa medida pelo controlador. A posição do Conselho em deliberar sobre assuntos relevantes e combater conflitos de

interesses se coloca questionável em função da frágil independência dos membros, o que certamente deve ser considerado temerário por debenturistas e acionistas.

5.2. Casos selecionados para a Índia

5.2.1. Tata Steel Limited

A companhia foi originalmente constituída em 1907 como “The Tata Iron and Steel Company Limited” e sob a forma de uma sociedade anônima, conforme dispositivo legal do *Indian Companies Act* de 1882, passando a adotar a partir de 2005 o nome de “Tata Steel Limited” (TATA STEEL, 2008).

Já no momento de sua fundação a empresa assumiu a condição de primeira siderúrgica asiática privada totalmente integrada. Atualmente fabrica uma gama diversificada de produtos de aço, como perfis planos e longos, além de itens derivados de ligas de ferro e outros minerais, tubos e rolamentos. Encontra-se posicionada entre as dez maiores empresas de aço do mundo, sendo a segunda produtora mundial de aço mais diversificada geograficamente com operações em vinte e seis países, atuação comercial em mais de cinquenta locais e um contingente superior a oitenta mil colaboradores distribuídos entre os cinco continentes. A expansão da Tata Steel certamente contribui de forma importante para a ampla expansão experimentada pelo setor siderúrgico indiano, que deve se tornar em 2015 o segundo maior produtor global de aço de acordo com o *India Brand Equity Foundation*.

O primeiro movimento da empresa rumo ao mercado de capitais se deu em 1917 com a emissão de 150 mil ações convencionais e outras 26.250 emissões diferidas. Desde então outras emissões de ações ocorreram (nos anos de 1919, 1954, 1956, 1959, 1960, 1961 e 1967) até que em 1980 a companhia aprovou uma proposta de conversão de ações preferenciais (não resgatáveis) em obrigações não conversíveis resgatáveis. Na prática esse fato representou o início de uma alteração no seu modelo de financiamento, migrando da emissão de títulos de propriedade (ações, em suma) para títulos de dívida (obrigações não conversíveis, basicamente debêntures) (TATA STEEL, 2014a).

Em 1984 a empresa realizou sua primeira oferta de debêntures não conversíveis para angariar recursos de capital de giro e para despesas de capital. Foi fixado um

cupom de juros de 15% a.a. e vencimento para 16 de setembro de 1991, tendo sido obtido com a oferta um montante de Rs. 500 milhões (cinquenta mil rúpias²⁴). Em 1989 foram emitidas mais duas séries de debêntures conversíveis em ações totalizando Rs. 565 milhões, representadas em 3.416.667 debêntures conforme se segue: 3.254.167 debêntures destinadas aos acionistas da companhia na proporção de um título de dívida para cada cinco ações detidas por cada acionista; e 162.500 debêntures para os funcionários (TATA STEEL, 2008; TATA STEEL, 2009).

O expediente de emitir debêntures conversíveis e não conversíveis em ações foi adotado pela empresa durante a década de 1980 e 1990 sobretudo para fornecer o *funding* necessário às aquisições de outras empresas realizadas no período, complementarmente às emissões e subscrição de ações. Abaixo se apresentam as ofertas de títulos de dívida ocorridas nesse contexto:

- **1984:** oferta de Rs. 500 milhões em debêntures não conversíveis para viabilizar uma *joint-venture* firmada com a *Bihar State Industrial Development Corporation*, criando a *Kumardhubi Metal Castings & Engineering Corporation*.
- **1989:** emissão de duas séries de debêntures no valor total de Rs. 565 milhões, destinadas aos acionistas e funcionários da companhia, além de uma fração menor ao público externo via prospecto de oferta pública.
- **1992:** colocação privada de debêntures não conversíveis no montante de Rs. 185 milhões. Um ano antes a empresa havia adquirido da *OMC Alloys Limited* uma unidade de produção de ferro/cromo por Rs. 156 milhões.

Ao final de 2013 a companhia possuía nove emissões de debêntures registradas em mercado e em vigência, sendo uma conversível em ações (*Foreign Currency Convertible Bonds*, doravante DC) e oito não conversíveis (*Non Convertible Debentures*, doravante DNC). A Tabela 9 apresenta os principais termos dessas emissões.

²⁴ Doravante se apresentará apenas o símbolo ‘Rs’, o qual denota a moeda indiana: as rúpias.

Tabela 9 – Termos das emissões de dívida registradas e vigentes no primeiro trimestre de 2014 – Tata Steel

Características das emissões / instrumentos	1 ^a emissão de DC	2 ^a emissão de DNC	3 ^a emissão de DNC	4 ^a emissão de DNC – série 1	4 ^a emissão de DNC – série 2	5 ^a emissão de DNC	6 ^a emissão de DNC	7 ^a emissão de DNC	8 ^a emissão de DNC
Montante emitido	US\$ 546.935 mi	Rs. 620 Crs.	Rs. 1.250 Crs.	Rs. 1.500 Crs.	Rs. 651 Crs.	Rs. 500 Crs.	Rs. 2.500 Crs.	Rs. 1.500 Crs.	Rs. 1.000 Crs.
Data da emissão	Nov/2009	Mai/2008	Nov/2008	Mai/2009	Mai/2009	Dez/2010	Jan/2011	Abr/2012	Jan/2013
Data de vencimento	Nov/2014	Mai/2015	Nov/2016	Mai/2019	Mai/2019	Dez/2030	Jan/2031	Abr/2022	Jan/2019-Jan/2021
Taxa de juros	4,5% a.a.	10,2% a.a.	12,5% a.a.	11% a.a.	10,4% a.a.	10,25% a.a.	10,25% a.a.	2% a.a. - 9,8% a.a.	9,15% a.a.
Periodicidade do pagamento	Semestral	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *site* da empresa e da NSE.

Os documentos divulgados pela empresa quando da apresentação das referidas emissões (conhecidos como *information memorandum*, doravante IM) bem como seu relatório anual 2013-2014 destacam os riscos relacionados à sua atividade e às suas emissões e que, portanto, devem ser considerados pelos acionistas potenciais. Em suma, estas ameaças se referem aos seguintes aspectos:

- Comportamento cíclico do setor de aço e dos seus preços;
- Riscos econômicos, políticos, legais, trabalhistas e regulamentares dos países onde atua, sobretudo os europeus, tendo em vista que 55% das vendas totais da empresa se realizam naquele continente;
- Dificuldades em firmar acordos operacionais, fazer cumprir os termos daqueles já celebrados e realizar outros movimentos estratégicos;
- Endividamento incorrido em função de aquisições de outras companhias ou, ao contrário, dificuldade de obter financiamento para levar a efeito seus planos de crescimento;
- Comportamento da taxa de câmbio;
- Questões ambientais e operacionais que afetam a atividade de mineração.

Um dos riscos apontados pela empresa pode ser atribuído à “grande diferença” entre o padrão contábil GAAP indiano e outros padrões reconhecidos internacionalmente, como o IFRS e o US GAAP. De acordo com a Tata Steel, os materiais de apresentação das emissões se apresentam segundo o GAAP indiano, que difere dos princípios contábeis com os quais determinados potenciais investidores estão habituados em outros países. Desse modo, ainda segundo a companhia, o grau de utilidade para o leitor das informações contidas no material irá depender totalmente do nível de entendimento dele em relação às práticas contábeis indianas (TATA STEEL, 2013b).

Nesse contexto em que o principal instrumento de análise da empresa e, em última instância, da emissão de dívida corporativa em questão, se apresenta sob um padrão contábil que se difere de forma significativa²⁵ dos padrões empregados amplamente no mundo, torna-se relevante avaliar a estrutura de governança corporativa da empresa no sentido de verificar sua capacidade em mitigar os riscos potencialmente incorridos pelos investidores.

A companhia recebeu em 2000 o Prêmio Nacional de Excelência em Governança Corporativa, premiação esta instituída pelo governo indiano em 1999 e organizada pela *Unit Trust of India* (UTI). A empresa foi a segunda a receber este reconhecimento por conta de avanços na edição e implementação de códigos de governança no fim da década de 1990 e inicio dos anos 2000 (TATA STEEL, 2014b).

Como parte integrante de sua estratégia de crescimento no mercado indiano e global a companhia passou a apostar de forma decisiva, a partir do fim da década de 1990, na adoção de “melhores práticas” de governança corporativa em todas suas unidades. Nesse movimento o Conselho de Administração assumiu protagonismo em função do entendimento da empresa de que essa estrutura “administra os interesses dos acionistas e reconhece suas responsabilidades no que se refere à criação e preservação de sua riqueza” (TATA STEEL, 2013a).

Entre os anos de 2009 e 2013 o Conselho foi composto por treze membros, dos quais sete na condição de “independentes”. O fato de possuir mais da metade de conselheiros independentes alinha a empresa às recomendações da Cláusula 49 dos

²⁵ O termo “se difere significativamente” para demonstrar as diferenças entre o padrão contábil GAAP indiano e o IFRS e US GAAP foi empregado no IM da emissão mais recente de debêntures da companhia, realizada em janeiro de 2013.

Acordos de Listagem, na seção que trata da composição adequada do Conselho (TATA STEEL, 2013a; TATA STEEL, 2014a).

O conselho de administração, exercendo a liderança conferida a ele no âmbito da Tata Steel e do grupo Tata de forma geral, constitui comitês corporativos e determina a estrutura de governança corporativa da companhia. Abaixo se apresenta a estrutura de governança corporativa da Tata Steel e o Quadro 12 revela as principais atribuições desse arcabouço conforme as questões propostas no indicador CEPAL.

- Conselho de Administração: revisão sistemática dos relatórios para atestar a conformidade com as diretrizes da empresa;
- Comitê de Auditoria: constituído em 1986 e com escopo de atuação alinhado às recomendações da Cláusula 49 dos Acordos de Listagem, busca basicamente o cumprimento do sistema de controle interno e o fornecimento de informações ao Conselho para tomada de decisão;
- Comitê de Remuneração: constituído em 1993 com atribuições relacionadas à revisão do desempenho da diretoria e recomendação ao Conselho sobre políticas de remuneração e compensação;
- Comitê dos Acionistas: formado em 2000 para tratar especificamente das demandas dos investidores;
- Comitê Executivo do Conselho de Administração: aprovação de regimes de despesas de capital e recomendação ao Conselho sobre casos de aquisição, desinvestimentos e mudanças na estrutura organizacional, além revisão sistemática do plano de negócios e das estratégias da companhia;
- Comitê de Ética e *Compliance*: criado em 2002 no âmbito do “Código de Conduta” do grupo Tata, atua na mitigação de conflitos de interesses;
- Comitê de Segurança, Saúde e Meio Ambiente: constituído em 2009, atua na supervisão da implementação de políticas na empresa;
- Comitê de Investimentos e Projetos: criado em 2012, tem como função principal formalizar os orçamentos de projetos e acompanhar sua realização;

- Comitê de Administração: criado em 2013 para deliberação sobre questões operacionais e burocráticas relacionadas à rotina administrativa do negócio;
- Comitê de Nomeação: formado em 2006; reformulação do Conselho de Administração.

Quadro 12 – Estrutura de governança corporativa da Tata Steel em 2013, conforme indicador CEPAL

<p>Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Deliberação sobre a emissão de debêntures conversíveis ou não conversíveis em ações, bem como quaisquer outros instrumentos de crédito que se façam necessários “ao plano de investimentos e expansão da companhia” (TATA STEEL, 2014a). • Os prospectos são preparados de acordo com as recomendações da SEBI, especificamente a SEBI <i>Regulations</i> 2008 e 2012 e a seção 60 do <i>Companies Act</i>. • A regra geral é utilizar os recursos captados para viabilizar planos de fusão ou aquisição, pagamento de fornecedores e fortalecimento do capital de giro. • O CA tem papel central dentro do grupo Tata no sentido de fundar a estrutura de governança. Nesse sentido, institui os Comitês e estabelece os respectivos regimentos e competências. • Homologação do plano de auditoria interna e na nomeação do responsável pela Auditoria Interna.
<p>Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Os conselheiros são eleitos pelos acionistas em Assembléia Geral para mandatos de dois anos, podendo ser reconduzidos ao cargo para mais um mandato. • Composto por treze membros, sendo oito pertencentes apenas ao CA (membros externos) e sete tidos como independentes. • Os critérios adotados pela companhia para composição, independência do Conselho e presença de membros independentes são aderentes com a Cláusula 49 dos Acordos de Listagem.
<p>Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros</p>	<ul style="list-style-type: none"> • O presidente do CA (Sr. Cyrus P. Mistry) é um membro externo, não é o presidente da companhia (CEO) e nem detém mais que 1% das ações com direito a voto. • Não é tido como independente por ocupar a Presidência da Tata Sons.
<p>Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Analisando o currículo e trajetória dos conselheiros, pode-se inferir pela proficiência em finanças corporativas. • Segundo o Relatório Anual 2012-2013 e 2013-2014, os membros da diretoria são avaliados pelo CA com o apoio do Comitê de Recursos Humanos, por meio do exame do cumprimento de indicadores quantitativos, metas globais e individuais. Porém não há nenhuma referência a programas de treinamento de conselheiros. • Os relatórios anuais não evidenciam sobre o modo como conflitos de

(continua)

	interesses são resolvidos.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> • Dos treze membros do Conselho de Administração, oito não ocupam nenhum cargo na emissora. Ou seja, são praticamente dois membros externos para cada interno. • Os conselheiros são escolhidos pelos acionistas, o que na realidade acaba sendo pelo acionista controlador e não exatamente por uma junta de conselheiros independentes.
Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • A auditoria interna tem como função “fornecer uma garantia independente e objetiva sobre a adequação e eficácia dos processos de gestão de risco, controle e governança” (TATA STEEL, p. 96, 2014a). • O diretor de auditoria interna não é membro do Conselho e se reporta ao Comitê de Auditoria; este inclusive é responsável por aprovar o Plano de Auditoria Interna.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • O escopo de atividades deste comitê alinha-se ao que está previsto na Cláusula 49 dos Acordos de Listagem. • O presidente deste comitê, o Sr. Subodh Bhargava, é tido como independente e não pertence à diretoria da empresa. • Além do presidente, o comitê conta com outros quatro membros independentes (todos são externos). No total a empresa encerrou o ano de 2013 com seis membros. • Responsável pela elaboração do Plano de Auditoria interna e externa. • O Relatório Anual 2013-2014 afirma que o comitê “revisa de forma sistemática” a aderência ao sistema de controle interno, mas não trata de monitoramento da utilização de recursos de financiamento.
Comitê de investimentos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • O presidente, o Sr. Ishaat Hussain, não é tido como independente (apesar de não ocupar nenhum cargo na companhia). • Analisando o currículo e trajetória do presidente do comitê, pode-se inferir pela sua proficiência em finanças corporativas. Só não se pode afirmar que se referem exatamente a estratégias de investimento. • Em 2013 ocorreram seis reuniões do comitê.
Comitê de financiamento corporativo - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de informações do *site* da empresa, Tata Steel (2013a) e Tata Steel (2014a).

A Tata Steel demonstra que adota boa parte das recomendações de governança corporativa contempladas na Cláusula 49 dos Acordos de Listagem, o que equivale ao esforço de autorregulação empreendido pela bolsa de valores brasileira sob a forma dos

Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Ou seja, não se muda a legislação mas sim faz-se a empresa firmar um contrato privado pelo qual assume práticas adicionais àquelas previstas na legislação. No caso da Índia, o processo se dá pela alteração dos regimes de listagem das bolsas de valores.

Nesse sentido, a Tata Steel se alinha a práticas relacionadas ao tamanho e composição “ótimos” do Conselho de Administração, prepara prospectos e demais documentos relacionados a emissões de dívida de acordo com os dispositivos da SEBI e *Companies Act*, determina as atribuições dos comitês corporativos de acordo com as orientações da Cláusula 49, dentre outros aspectos. Isto posto, pode-se inferir que o acesso da companhia ao mercado de dívida corporativa fica favorecido em função do compromisso da emissora com práticas superiores de governança corporativa.

5.2.2. Air India Limited

A Air India Limited é uma companhia aérea controlada pelo governo da Índia, que em 1953 adquiriu participação majoritária na operadora no âmbito do *Air Corporations Act*, que propunha a nacionalização do setor de transporte aéreo. A companhia tal como existe hoje surgiu a partir de uma fusão entre a antiga Air India e a Indian Airlines, em março de 2007, incorporando-se sob a National Aviation Company of India Limited (NACIL). Em outubro de 2010 a empresa assumiu a denominação atual: Air India Limited (AIR INDIA, 2014; MCA, 2014).

Ocupa atualmente a terceira posição em termos de participação no mercado indiano e conta com uma rede de serviço que cobre 50 cidades indianas e 26 destinos internacionais, explorando o transporte de passageiros e de carga além de serviços de manutenção e revisão de aeronaves (AIR INDIA, 2014a).

No que tange às operações da companhia no mercado de dívida corporativa, as agências de *rating* CRISIL (pertencente à franquia *Standard & Poor's*) e ICRA destacam uma particularidade da emissora, qual seja a garantia “incondicional, irrevogável e continuada” oferecida pelo governo central da Índia aos programas de dívida da empresa, abrangendo o pagamento integral do principal e de todos os juros acumulados. Segundo as agências, essa garantia firme do controlador assegura um alto nível de segurança aos títulos emitidos (AIR INDIA, 2011).

A relevância deste “garantidor em última instância” para o processo de colocação de dívida fica evidenciada pelo fato de a companhia ter viabilizado uma emissão de 74 bilhões de rúpias em novembro de 2012, diante de um cenário de reestruturação financeira aprovado em abril daquele ano pelo *Cabinet Committee on Economic Affairs* (CCEA). O plano de reestruturação foi aprovado pelo atraso incorrido no pagamento de juros e amortização de um empréstimo bancário em 2012 (AIR INDIA, 2012; CRISIL, 2013a; CRISIL, 2014).

Até junho de 2014 a empresa detinha três programas de debêntures registrados e vigentes, todos adimplentes com suas obrigações. A Tabela 10 sumariza os principais termos das debêntures emitidas até então, todas do tipo não conversíveis em ações e de longo prazo (entre dez e dezenove anos de maturidade). Em dezembro de 2013 a CRISIL reafirmou o *rating* dos três programas em AAA²⁶ com perspectiva estável, destacando para isso que as debêntures continuavam a refletir a qualidade de crédito do governo da Índia (AIR INDIA, 2012; CRISIL, 2013a).

A despeito da robustez de garantia dessas debêntures, que provavelmente interfere na decisão do investidor potencial, cumpre avaliar a condição interna da empresa de identificar os fatores de risco relacionados a tais obrigações e tomar medidas no sentido de prevenir ou corrigir quando estes se realizarem. Os prospectos da segunda e terceira emissões destacam os seguintes riscos subjacentes ao negócio e às emissões:

- Volatilidade nos preços do combustível;
- Instabilidade política, macroeconômica e geopolítica;
- Persistência de crise na Zona do Euro;
- Políticas de taxação de combustíveis na Índia;
- Baixa liquidez no mercado de capitais indiano;
- Alteração no ambiente regulatório local que pressione os custos operacionais;
- Infraestrutura desfavorável, que também atinge os custos.

²⁶ A agência de *rating* ICRA, que também classificou a 2^a e 3^a emissões, não publicou reafirmações da nota de crédito após a emissão. Na ocasião da colocação das debêntures, também foi apontado uma nota AAA (CRISIL, 2011; CRISIL, 2012).

Tabela 10 – Termos das emissões de dívida registradas e vigentes no primeiro trimestre de 2014 – Air India

Características das emissões / instrumentos	1 ^a emissão DNC	2 ^a emissão DNC - série 1	2 ^a emissão DNC - série 2	3 ^a emissão DNC - série 1	3 ^a emissão DNC - série 2	3 ^a emissão DNC - série 3
Montante emitido	Rs. 7 bilhões	Rs. 4 bilhões	Rs. 1,5 bilhão	Rs. 38,07 bilhões	Rs. 12,35 bilhões	Rs. 23,58 bilhões
Data da emissão	Mar/2010	Set/2011	Set/2011	Nov/2012	Nov/2012	Nov/2012
Data de vencimento	Mai/2020	Set/2026	Set/2031	Set/2031	Set/2031	Set/2031
Taxa de juros	9,13% a.a.	9,84% a.a.	10,05% a.a.	9,08% a.a.	9,08% a.a.	9,08% a.a.
Periodicidade do pagamento	Anual	Anual	Anual	Semestral	Semestral	Semestral

Fonte: Elaboração própria a partir de Air India (2011), Air India (2012) e CRISIL (2013a).

A empresa sinaliza em seu Relatório Anual 2011-2012 (o último divulgado) bem como nos prospectos de emissão de debêntures, que possui um extenso sistema de controle interno pautado pela proteção e utilização ótima de recursos, acurácia no reporte de transações financeiras e observância às leis e ao conjunto de políticas e procedimentos adotados pela companhia. Complementarmente ao sistema de controle utiliza-se da auditoria interna e da revisão periódica promovida pela gestão da empresa para garantir a confiabilidade dos registros financeiros e outros (AIR INDIA, 2011; AIR INDIA, 2012; AIR INDIA, 2014b).

De acordo com a companhia, esse sistema de gestão e controle baseado na proposição de manuais de papéis, responsabilidades e procedimentos só se torna crível por conta de um sistema independente de auditoria interna capaz de monitorar com regularidade todas as operações, negócios e funções. Ademais, destacam-se na história recente da empresa dois marcos importantes no sentido de elevação de seu nível de governança corporativa: i) implementação do “Programa Pacto pela Integridade”,²⁷ em fevereiro de 2008, pelo qual se tornou indispensável incluir requisitos de integridade em

²⁷ Para mais detalhes acerca do “Integrity Pact Program”, consultar o seguinte sítio eletrônico: http://mmd.airindia.co.in/aimmd/tender/Annexure_E%20%20%20Integrity%20Pact%20Program.pdf

todos os contratos com valor igual ou superior a 100 milhões de rúpias; ii) a partir de março de 2010 se tornou obrigatório incluir conselheiros independentes ao Conselho de Administração (AIR INDIA, 2010).

A estrutura de governança corporativa da empresa apresenta-se formalizada no “Manual 8²⁸” conforme abaixo:

- Conselho de Administração: delibera sobre a estratégia geral da companhia.
- Comitê de Auditoria: revisa o programa de auditoria interna, o sistema de controle interno e os resultados financeiros da companhia antes da apresentação ao Conselho de Administração;
- Comitê de Finanças: revisa o orçamento de capital, de receitas e de despesas da companhia, além das alternativas de financiamento para projetos maiores;
- Comitê de Recursos Humanos e Remuneração: elaborar e revisar a política de recrutamento, promoção, remuneração e premiação da empresa;
- Comitê de Estratégia: analisa sistematicamente e de forma crítica as rotas atuais no intento de identificar possibilidades de corte de custos, melhora nas receitas, descontinuidade de trechos operados e, em última análise, aumento de lucratividade;
- Comitê de Responsabilidade Social e Sustentabilidade: delibera sobre ações de cunho social, planos de redução de emissões de poluentes e afins;
- Comitê de Arrendamento: trata questões financeiras, administrativas e operacionais das operações de arrendamento mercantil de aeronaves.

O Quadro 13 apresenta as características dos dispositivos de governança corporativa segundo a metodologia proposta pela CEPAL.

²⁸ Em linha com a conduta da empresa de regular assuntos relevantes sob a forma de manuais. A companhia descreve “Manual 8” como: “a statement of board, councils, committees and other bodies constituted (section 4(1)b (viii))” (AIR INDIA, 2014c).

Quadro 13 – Estrutura de governança corporativa da Air India em 2013, conforme indicador CEPAL

<p>Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões</p>	<ul style="list-style-type: none"> Deliberação sobre plano de reestruturação e captação de capital de giro requerido, o que pode ser suprido por dívida bancária e não bancária (debêntures, no caso). Os prospectos da 2^a e 3^a emissão foram preparados de acordo com as recomendações da SEBI, especificamente a <i>Issue and Listing of Debt Securities Regulations</i> de 2008. A regra geral é utilizar os recursos captados para aquisição de aeronaves, peças e equipamentos relacionados. No caso da 3^a emissão, realizada no âmbito do plano de reestruturação em 2012, os recursos foram majoritariamente direcionados para o pagamento dos empréstimos de curto prazo. A emissora não comunica nos prospectos os níveis de alavancagem que devem ser observados. Os comitês de apoio ao Conselho de Administração, sobretudo o de finanças e estratégia, têm como atribuições analisar criticamente a estrutura de receitas e despesas e propor soluções para os requerimentos de capital de giro e investimento. Contudo, não foi possível evidenciar a atuação destes comitês e diretorias relacionadas no processo de análise e controle das emissões.
<p>Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado</p>	<ul style="list-style-type: none"> Os conselheiros são nomeados pelo controlador, no caso, o governo indiano. Os mandatos são válidos por dois anos, com direito a reeleição. Composto por doze membros, sendo sete pertencentes apenas ao Conselho de Administração (membros externos); destes sete, quatro são independentes.
<p>Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros</p>	<ul style="list-style-type: none"> O presidente do CA, o Sr. Shri Rohit Nandan, acumula o cargo de presidente da companhia (CEO). Contudo, há que se destacar que não detém mais que 1% das ações da companhia.
<p>Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados</p>	<ul style="list-style-type: none"> Analizando o currículo e trajetória dos conselheiros, pode-se inferir pela proficiência em finanças corporativas de três deles. Os membros da diretoria são avaliados pelo CA com o apoio do Comitê de Recursos Humanos. Este último inclusive detém a atribuição selecionar para cargos do nível de diretoria, que tem quatro cadeiras no Conselho. O Relatório Anual (RA) 2011-2012 destaca a atuação do Conselho como instituto que aprimora o controle interno, mas não menciona nada específico sobre a gestão de conflitos de interesses relacionados a emissões.
<p>Conselheiros externos - transparência</p>	<ul style="list-style-type: none"> Há praticamente dois conselheiros externos para cada interno. O conceito de apresentar conselheiros independentes foi introduzido na empresa em 2007, e desde então são sempre indicados pelo controlador.
<p>Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros</p>	<ul style="list-style-type: none"> O Estatuto Social e o Relatório Anual 2011-2012 não evidenciam a responsabilidade dos conselheiros internos em um processo de emissão de dívida. O diretor de auditoria interna não é membro do Conselho e se reporta ao Comitê de Auditoria, mas também ao Conselho de Administração.

(continua)

Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • O comitê de auditoria é presidido por um funcionário de carreira. • O referido comitê seleciona os auditores externos para apresentar ao Conselho, que efetivamente contrata ou não. • O RA 2011-2012 trata de “revisão” do programa de auditoria por parte do comitê, e não “elaboração”. Essa atribuição é elencada ao Conselho. • Composto por sete membros, tendo como convidado especial o diretor financeiro, o diretor de auditoria interna e um convidado permanente. Os demais membros fazem parte do quadro da empresa.
Comitê de investimentos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Tem o Comitê de Finanças como seu equivalente na Air India. • Todas as suas atribuições são tratadas sob o termo “revisão” e envolvem a necessidade de recursos de capital de giro e investimento da companhia, fluxo de caixa, orçamento e definição dos melhores arranjos financeiros a serem adotados. • Portanto, não se pode evidenciar a exata atuação desse comitê na tomada de decisão efetiva acerca do processo de emissão. O termo “revisão” pode refletir que a seleção do instrumento e do intermediário financeiro seja feita pelo Conselho ou pela própria diretoria financeira. • Composto por seis membros, todos pertencentes ao quadro da empresa.
Comitê de riscos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de Air India (2010), Air India (2014a) e Air India (2014b).

O Quadro 13 demonstra que a despeito da garantia fornecida pelo governo indiano aos credores da Air India, a empresa assume adicionalmente uma estrutura de governança corporativa que contribui para aprimorar a “qualidade” das emissões sob esse ponto de vista. Um destaque negativo nesse contexto reside na não divulgação, até o fim do segundo trimestre de 2014, do Relatório Anual 2013 da companhia.

A despeito da aderência a algumas das recomendações da Cláusula 49 para o arcabouço de governança, os relatórios anuais disponíveis, os relatórios da diretoria e as informações presentes nos prospectos de emissões de dívida não evidenciam com detalhes a atuação dos comitês, da diretoria e do próprio Conselho de Administração nos processos de colocação de dívida, o que pode indicar uma relativa despreocupação da empresa em demonstrar certo nível de transparência nesse processo por conta da garantia já fornecida pelo controlador.

5.2.3. OB Infrastructure Limited

A OB Infrastructure (doravante, OB Infra ou OBIL) se insere em uma estrutura de propriedade e natureza jurídica particulares, cuja análise se torna fundamental para apreendermos o modelo de governança corporativa adotado. A empresa foi constituída em 2006 sob a forma de sociedade para fins especiais (SPV na sigla em inglês, similar às sociedades de propósito específico que ocorrem no Brasil), incorporada inicialmente pela NCC Limited e KMC Constructions Limited. Após uma mudança na participação acionária, a NCC Limited, a KMC Infratech Limited (doravante, KMC) e a NCC Infrastructure Holdings Limited (doravante, NCC Infra) tornaram-se os acionistas controladores com, respectivamente, 51,15%, 35,98% e 12,87% do total de ações (OB INFRASTRUCTURE, 2014).

A constituição da OB Infrastructure se deu em um contexto de divisão dos negócios da NCC Limited para atender ao segmento de construção, manutenção e operação de rodovias, no âmbito do Programa Nacional de Desenvolvimento de Estradas (NHDP, na sigla em inglês) empreendido pelo *National Highways Authority* da Índia (NHA). No rol de projetos chave elencados pela NCC Limited está a construção de 35 quilômetros do trecho Orai-Bhognipur e 25 quilômetros do trecho Bhognipur-Barah, o qual ensejou a constituição da própria OB Infrastructure sob a gestão da subsidiária NCC Infra (NCC, 2014a).

O projeto de construção desse trecho foi orçado em Rs. 5,85 bilhões e tinha previsão de encerramento em abril de 2009, a partir de quando seria iniciado o período de concessão para manutenção e operação da rodovia. Ocorre que o adiamento da conclusão da obra para fevereiro de 2010 comprometeu o licenciamento da OBIL por parte do NHA, procedimento esse necessário para que os pagamentos parciais começassem a serem realizados pelo órgão. A OBIL, por seu turno, atribuiu o atraso na conclusão do projeto justamente à demora no recebimento do licenciamento.

O fato é que as negociações ao longo do primeiro semestre de 2010 para concessão do certificado provisório de conclusão e, consequentemente, a elegibilidade da OBIL para começar a receber os pagamentos anuais, afetaram sobremaneira a liquidez da empresa. Em maio de 2010 a agência de *rating* CRISIL revisou para baixo (de D para B, apontando ainda uma “perspectiva negativa”) a classificação de crédito de um empréstimo de Rs. 4,4 bilhões (o equivalente a US\$ 94 milhões) tomado pela empresa. Tal revisão refletiu o inadimplemento em uma parcela da dívida vencida em

maio de 2010. De acordo com a agência, não existiam naquele momento perspectivas claras sobre quando a empresa começaria a receber os pagamentos do NHAI (INDIA INFOLINE, 2010).

A questão do certificado de conclusão da obra só foi resolvida em julho de 2011, com a concessão do mesmo pela *Wilbur Smith Associates Private Limited* na condição de consultor independente (CRISIL, 2014). O longo tempo sem recebimento dos fluxos contratados fez com que a empresa passasse por problemas pontuais de fluxo de caixa, inclusive com outro inadimplemento de juros de empréstimos em março de 2013 (OB INFRASTRUCTURE, 2014).

Buscando equalizar os pagamentos de empréstimos em aberto e fortalecer o capital de giro, a empresa realizou sua primeira emissão de debêntures em fevereiro de 2014. O programa consistiu na colocação privada de Rs. 3,49 bilhões em debêntures não conversíveis, emitidas em quatro séries (A, B, C e D) e com pagamentos semestrais a contar a partir de março de 2014. As séries A e D tiveram seu vencimento fixado em dezembro de 2022, a série B em dezembro de 2019 e os títulos que compõem a série C são vincendos em junho de 2022 (OB INFRASTRUCTURE, 2014).

Cada série teve a destinação dos recursos evidenciada na escritura de emissão, como se segue: i) as séries A e B, que captaram respectivamente Rs. 2 bilhões e Rs. 500 milhões, seriam direcionadas para liquidar obrigações bancárias pendentes; ii) as séries C e d, que arrecadaram respectivamente Rs. 84 milhões e Rs. 15 milhões, serviriam primeiramente para pagamento de custos, despesas e taxas relacionadas à emissão, e posteriormente ao pagamento de pendências dos empréstimos existentes (OB INFRASTRUCTURE, 2014; BSE, 2014). Ou seja, a liquidação de obrigações bancárias vencidas e vincendas consumiu parte considerável dos recursos captados com essa emissão de debêntures.

Em uma análise sobre a OB Infrastructure editada em abril de 2014, a CRISIL destaca a melhora significativa no nível de capital de giro da empresa em razão da distribuição de debêntures, que permitiu a liquidação de passivos bancários mais caros (particularmente aqueles em inadimplemento, os quais inclusive tiveram as classificações de crédito retiradas por conta da liquidação) e fortalecimento do caixa. A agência aponta ainda como causa para essa melhora a regularização do influxo de valores repassados semestralmente pela NHAI, que têm condição de serem suficientes para pagamento de investidores e despesas operacionais (CRISIL, 2014).

A CRISIL adverte, contudo, que esse cenário benigno imediatamente após a emissão de debêntures não pode sobrepor totalmente alguns riscos que devem ser considerados pelo detentor dessas obrigações e pela empresa. Basicamente, tais ameaças dizem respeito ao aumento do custo operacional, à probabilidade de uma atividade inesperada de manutenção e, principalmente, a algum evento que afete o repasse semestral feito pela NHAI. Esse último aspecto foi citado pela agência em julho de 2014, em uma reafirmação de *rating* da OB Infrastructure, como sendo a razão fundamental para um pedido de prorrogação dos pagamentos das séries A e C que venceram em junho de 2014.

A prorrogação, de acordo com a CRISIL citando o comunicado da empresa, se deveu ao atraso no recebimento do repasse da NHAI e à ocorrência de despesas não recorrentes no período. Após cinco dias do vencimento original das séries de debêntures, fixado em 15 de junho de 2014, as obrigações no valor de R\$ 11,9 milhões foram liquidadas: R\$ 7,4 milhões referentes à série A e R\$ 4,5 milhões referentes à série C (CRISIL, 2014; OB INFRASTRUCTURE, 2014).

A despeito de a repactuação ter se dado por poucos dias e sido cumprida pela empresa, fica evidente que os fatores de risco da emissão podem se concretizar e afetar o cumprimento de seus termos e, portanto, devem ser observados e geridos. Nesse sentido, cumpre analisar a estrutura de governança corporativa da OB Infrastructure no que tange a aprimorar os controles internos e as práticas de gestão.

A estrutura administrativa e de governança corporativa da emissora não se aproxima à do seu grupo controlador²⁹, composto pela *holding* NCC Limited e sua controlada exclusiva NCC Infra. A *holding* possui conselho de administração com mais de oito membros, comitê de auditoria permanente, comitê de recursos humanos e compensação, comitê de acionistas e investidores e comitê de governança corporativa (NCC, 2014b).

A OB Infra, por seu turno, conta apenas com um conselho de administração composto por cinco membros, um conselho fiscal com dois membros e diretorias relacionadas às áreas técnica e financeira. Em seu Relatório Anual 2013-2014, a NCC Infra afirma que todas as empresas subsidiárias da companhia são geridas por seus respectivos Conselhos de Administração, que devem estar comprometidos em atender

²⁹ A NCC Limited é a controladora exclusiva da NCC Infra e ambas, em conjunto com a KMC Infra, formalizaram uma SPV pra instituir a OB Infra. As empresas do grupo NCC detêm, juntas, 64% das ações totais da OB Infrastructure.

os melhores interesses dos acionistas. Para tanto, a companhia nomeou um conselheiro independente para participar do Conselho da NCC Infra que, por sua vez, indicou um nome para o Conselho da OB Infra (NCC, 2014b).

Tabela 11 – Termos das emissões de dívida registradas e vigentes no primeiro trimestre de 2014 – OB Infrastructure

Características das emissões / instrumentos	1 ^a emissão de DNC – série A	1 ^a emissão de DNC – série B	1 ^a emissão de DNC – série C	1 ^a emissão de DNC – série D
Montante emitido	Rs. 2 bilhões	Rs. 500 milhões	Rs. 84 milhões	Rs. 15 milhões
Data da emissão	Fev/2014	Fev/2014	Fev/2014	Fev/2014
Data de vencimento	Dez/2021	Dec/2019	Jun/2022	Dez/2022
Taxa de juros	10,9% a.a.	11,5% a.a.	11,5% a.a.	11,5% a.a.
Periodicidade do pagamento	Mensal	Mensal	Mensal	Mensal

Fonte: Elaboração própria a partir de OB Infrastructure (2014).

Em suma, as subsidiárias e controladas do grupo como é o caso da OB Infrastructure, são acompanhadas pela NCC Limited pelos seguintes meios:

- As demonstrações financeiras e informações sobre investimentos são analisadas trimestralmente pelo Comitê de Auditoria da companhia;
- As atas de reuniões das subsidiárias e controladas são analisadas regularmente pelo Conselho;
- Uma declaração com todas as transações e contratos significativos é analisada pelo Conselho.

O Quadro 14 aponta as considerações sobre as estruturas de governança corporativa presentes no indicador desenvolvido pela CEPAL, demonstrando na verdade que tais composições inexistem ou, quando ocorrem, não têm sua capacidade de gerência observada em função da presença intensa do controlador no processo decisório e administrativo.

Quadro 14 – Estrutura de governança corporativa da OB Infrastructure em 2013, conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> • O prospecto da única emissão foi preparado conforme os requisitos exigidos pela SEBI para uma colocação privada – que são menores se comparados aos de uma oferta pública. • Não foi possível evidenciar a relevância do Conselho de Administração no processo de análise e definição de uma emissão de debêntures ou outro instrumento. Na realidade, não foi possível sequer identificar a relevância dessa estrutura no processo decisório da OB Infrastructure. • O CA da OBIL deve se reportar frequentemente ao Conselho do controlador, processo esse que não fica evidenciado em sua forma e conteúdo.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> • O conselheiro é eleito pelos controladores, no caso, a NCC Limited e a NCC Infra (que na realidade é controlada única da primeira). • Os mandatos são válidos por dois anos, com direito a reeleição. • O prospecto da 1ª emissão (OB INFRASTRUCTURE, 2014) aponta que dentre os cinco membros do Conselho, um é independente e indicado pelo controlador.
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de seleção de conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • A escolha dos membros do conselho não é transparente e não indica levar em conta sua proficiência em finanças corporativas.
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> • Analisando o currículo e trajetória dos conselheiros, pode-se inferir mais pela capacitação técnica na área de engenharia do que de finanças. • O CA do controlador afirma que analisa “regularmente” os debates feitos nas reuniões da OBIL, mas não aponta de que forma isso ocorre. Como tal análise é feita trimestralmente, provavelmente perde um pouco de seu caráter de gestão. • A maioria dos membros do Conselho (e, consequentemente, da diretoria) tem alguma relação com os controladores, o que coloca em dúvida o grau de sua independência.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> • Os conselheiros são escolhidos pelos controladores. • Não são externos pois pertencem à diretoria estatutária.
Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe auditoria interna implementada.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de investimentos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo -	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

(continua)

integração e responsabilidade do comitê	
Comitê de riscos - integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> • Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de OB Infrastructure (2014) e NCC (2014b).

A pouca transparência sobre como a questão das emissões de dívida são tratadas pelo Conselho de Administração da OB Infra e a forma de gestão imposta pela NCC Limited a suas subsidiárias e controladas revelam a fragilidade da estrutura de governança corporativa da emissora de forma geral, não somente sobre assuntos concernentes à deliberação e gestão de emissões de dívida. Não existe formalmente uma seção da empresa que analise os fatores de risco e seus efeitos potencialmente adversos sobre o negócio, sugerindo melhores controles internos, nem tampouco estruturas que sejam efetivas na gestão.

O fato de a empresa ser gerida conforme o protocolo do acionista controlador, que já não pode ser considerado o mais adequado em função do distanciamento e da real possibilidade de engendrar conflitos de interesses entre as partes envolvidas, impõe uma situação complexa de ser tratada pelos debenturistas. Por mais que a colocação privada direcionada a investidores qualificados (como foi o caso da emissão de dívida promovida pela empresa) se justifique pelo fato destes terem melhores condições de avaliar os riscos da oferta³⁰, a baixa transparência não contribui com o desenvolvimento do mercado de dívida e com a segurança do investidor.

5.2.4. Tecpro Systems Limited

A empresa foi constituída em novembro de 1990 sob a denominação social de “Tecpro Systems Private Limited” e como uma sociedade de responsabilidade limitada. Em 2006 os acionistas aprovaram uma resolução na qual estava prevista a incorporação e subsequente transformação da empresa em sociedade anônima, adotando desde então a denominação “Tecpro Systems Limited” (doravante, TSL). Posteriormente, em

³⁰ Conforme apresentado anteriormente neste trabalho, a prevalência de colocações privadas em detrimento das ofertas públicas para emissão de debêntures no mercado indiano reforça a presença institucional no carregamento destes títulos. Se por um lado tal movimento é positivo por facilitar e tornar menos dispendioso o processo de emissão (à medida que existe a premissa de que os investidores qualificados analisa os riscos das emissões em melhores condições que os demais e a um custo mais adequado), por outro afeta negativamente a liquidez do mercado secundário de debêntures.

setembro de 2010, realizou uma Oferta Pública Inicial (IPO, na sigla em inglês) e levantou cerca de Rs. 2,2 bilhões (TECPRO, 2013; TECPRO, 2014).

A companhia tem sede em Chennai e atua no restante da Índia por meio de escritórios de engenharia localizados em Gurgaon, Kolkata, Mumbai, Secunderabad, Ahmedabad e Bangalore, além de operar no Oriente Médio, Sudeste da Ásia e África por meio de suas subsidiárias nos Emirados Árabes Unidos, Cingapura e África do Sul. A empresa é especializada na manipulação de materiais, envolvendo-se na concepção, fabricação e fornecimento de equipamentos para setor industrial, especialmente o de carvão, energia elétrica e cimento, além de soluções para controle de poluição (NSE, 2014; TECPRO, 2013).

A Tecpro Systems se financia majoritariamente via dívida bancária e não bancária, cujas posições ao final de 2013 de acordo com a maturidade podem ser discriminadas da seguinte forma: i) de longo prazo: limite de crédito rotativo no valor de Rs. 9,5 bilhões; ii) e de curto prazo: carta de crédito e garantia bancária (Rs. 1,5 bilhões), fiança bancária (Rs. 1,5 bilhões) e *commercial paper* (Rs. 1,5 bilhão). Os prospectos e IM da empresa apontam os riscos potenciais do negócio e de suas emissões, que podem ser sumarizados como se segue:

- Processos judiciais e administrativos em andamento;
- Aumento no custo de matérias-primas ou eventual indisponibilidade das mesmas;
- Alto grau de exposição/dependência a determinados clientes, fornecedores e acordos operacionais;
- Natureza de longo prazo dos contratos firmados com clientes;
- Dificuldade de obter os fluxos de caixa suficientes, dada a alta necessidade de capital de giro do negócio;
- Instabilidade das taxas de juros e de câmbio;
- Aumentos de salários na Índia;
- Diminuição do ritmo de crescimento da Índia e de setores primordialmente atendidos pela empresa (energia, aço e cimento);
- Mudanças na regulação ambiental e de segurança do trabalho;
- Instabilidade política;

A emissão de *commercial paper* realizada pela empresa em setembro de 2008 recebeu o *rating* A1 pela agência de classificação de crédito CRISIL mas, desde então, sofreu rebaixamentos refletindo uma deterioração das condições macroeconômicas do período. Em julho de 2013 a nota de crédito desses títulos foi rebaixada pela agência para A4+ em função de atrasos no pagamento de juros dessas obrigações, bem como das operações de fiança bancária (CRISIL, 2013b).

Em seu parecer a agência de *rating* destacou o aprofundamento da pressão sobre o fluxo de caixa da companhia em função da piora na liquidez de seus recebíveis. Nesse sentido, ainda de acordo com a CRISIL, a TSL recorreria ainda mais à dívida no médio prazo para financiar sua crescente necessidade de capital de giro, o que redundaria em aumento do risco financeiro da empresa (CRISIL, 2013b; TECPRO, 2013). Ou seja, a companhia apresentou dificuldades em cumprir os termos de suas obrigações (em particular os *commercial paper*) por conta da efetivação de um risco potencial apontado em seus informativos, qual seja a dificuldade em obter os fluxos de caixa necessários.

Diante das perspectivas delineadas pela CRISIL para a empresa, que apontam para um maior risco do negócio caso se acirrem ainda mais suas condições de financiamento, e tendo em vista que a capacidade de uma empresa se financiar (via emissão de ações ou dívida) está fundamentalmente relacionada às garantias que o investidor tem sobre o recebimento de seu capital, cabe avaliar em que medida a Tecpro Systems sinaliza ao mercado seu compromisso em gerir os riscos inerentes ao seu negócio.

O “Relatório Anual 2012-2013” afirma que a empresa tem como política manter um controle permanente sobre os fatores de risco a que está sujeita (tanto no nível amplo quanto no nível corporativo), tomando antecipadamente medidas para mitigar os riscos que podem afetar suas finanças. Nesse sentido, cumpre analisar o sistema de controle interno da companhia e, em última análise, a estrutura de governança corporativa que comporta esse esforço de mitigar os riscos.

Em seu “Relatório de Governança Corporativa 2012-2013”, a companhia destaca que o aspecto fundamental para a governança de qualquer organização deve ser a transparência, de tal sorte que afirma se comprometer continuamente com esse princípio para alinhar os interesses da gestão e demais partes interessadas ao propósito final da organização, qual seja o crescimento. Ao final de 2013, a Tecpro Systems contava com as seguintes comissões corporativas:

- Conselho de Administração: atua basicamente na tomada de decisões estratégicas;
- Comitê de Auditoria: implementação de controles eficazes tanto na esfera operacional como na financeira;
- Comitê de Remuneração: formulação de política para casos específicos de remuneração (como os que envolvem comissões, por exemplo) e gestão para fazer cumprir os casos para os quais já existe política corporativa;
- Comitê de Acionistas: recebimento e encaminhamento de reclamações dos acionistas, relacionadas basicamente a não recebimento de informações, dividendos não distribuídos, entre outras.

O Quadro 15 sumariza os principais aspectos da referida estrutura de governança corporativa conforme as dimensões contempladas no indicador CEPAL.

Quadro 15 – Estrutura de governança corporativa da Tecpro Systems em 2013,
conforme indicador CEPAL

Conselho de Administração (CA) – atuação sobre as emissões	<ul style="list-style-type: none"> • O Estatuto Social e o Relatório Anual 2012-2012 (RA) não tratam sobre a atuação do CA na deliberação sobre programas de dívida corporativa. • O prospecto da emissão de <i>commercial paper</i> foi preparado conforme a SEBI <i>Regulations</i> 2008. • A regra geral é utilizar os recursos captados para “aproveitar oportunidades de investimento” e “para suprimento de capital de giro”. • Não é possível evidenciar ainda sobre a atuação das diretorias estatutárias em um processo de colocação de dívida. • Aplica a todos os diretores e funcionários da alta administração um “Código de Conduta”, com recomendações de política corporativa e ações que combatam os potenciais conflitos de interesses na corporação. • O conselho adotou o Código de Conduta para todos os diretores e funcionários da alta administração.
Estrutura do conselho de administração – tamanho adequado	<ul style="list-style-type: none"> • Os conselheiros são eleitos pelos acionistas em Assembléia Geral para mandatos de dois anos, podendo ser reconduzidos ao cargo para mais um mandato. • Composto por doze membros, sendo mais da metade independente (assim como recomendam os Acordos de Listagem). Além disso, apenas seis conselheiros ocupam outras comissões.
Papel do presidente do Conselho de Administração – mecanismo de	<ul style="list-style-type: none"> • O presidente do CA (Sr. Ajay Kumar Bishnoi) não é um membro externo, ocupa o cargo de Diretor-Geral da companhia. Contudo, não detém mais que 1% das ações com direito a voto.

(continua)

seleção de conselheiros	
Papel e seleção dos conselheiros (internos e externos) – conhecimento dos conselheiros selecionados	<ul style="list-style-type: none"> Analizando o currículo e trajetória dos conselheiros, não se pode inferir pela proficiência em finanças corporativas. O perfil dos membros está mais orientado à capacitação em engenharia. Não existe menção a nenhum programa de treinamento de conselheiros. Os relatórios anuais não evidenciam sobre o modo como conflitos de interesses são resolvidos.
Conselheiros externos - transparência	<ul style="list-style-type: none"> Dos doze membros do Conselho de Administração, sete não ocupam nenhum cargo na empresa e seis são tidos como independentes. Ou seja, são praticamente dois membros externos para cada interno. Os conselheiros são escolhidos pelos acionistas, o que na realidade acaba sendo pelo acionista controlador e não exatamente por uma junta de conselheiros independentes.
Conselheiros internos – responsabilidade dos conselheiros	<ul style="list-style-type: none"> A auditoria interna tem como função “garantir a exatidão, veracidade, autenticidade e confiabilidade das operações contábeis e financeiras” (TECPRO, p. 18, 2013). O diretor de auditoria interna não é membro do Conselho e se reporta ao Comitê de Auditoria.
Comitê de auditoria – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> O escopo de atividades deste comitê alinha-se ao que está previsto na Cláusula 49 dos Acordos de Listagem. O presidente deste comitê, o Sr. Suresh Kumar Goenka, é tido como independente e não pertence à diretoria da empresa. Além do presidente, o comitê conta com outros seis membros (sendo que quatro são externos e cinco são tidos como independentes). Responsável pela elaboração do Plano de Auditoria interna e externa. O Relatório Anual 2013 aponta, dentre as principais atribuições do referido comitê, o “controle eficaz das operações financeiras” e investigação de questões relacionadas a finanças, contabilidade, controle interno, auditoria interna e gestão de riscos (TECPRO, p. 20, 2013).
Comitê de investimentos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> Não implementado.
Comitê de financiamento corporativo – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> Não implementado.
Comitê de riscos – integração e responsabilidade do comitê	<ul style="list-style-type: none"> Não implementado.

Fonte: Elaboração própria a partir de Tecpro (2013) e Tecpro (2014).

As dificuldades da Tecpro Systems em cumprir os termos de suas obrigações pode ser um elemento que indique uma menor robustez de sua dívida. A empresa

publicou, em acompanhamento à sua emissão de dívida (*commercial paper*), um material informativo no qual apontava os riscos potenciais do negócio que, se realizados, poderiam afetar o desempenho corporativo e o cumprimento de suas obrigações – o que de fato ocorreu em julho de 2013. O próprio relatório da agência de *rating* responsável por classificar os títulos da empresa aponta que o atraso se deu por conta da deterioração do fluxo de caixa em virtude da piora na liquidez dos recebíveis da empresa.

Nesse contexto, evidencia-se a importância das estruturas de controle interno para o mapeamento dos riscos potenciais e sinalização a investidores e demais *stakeholders* de quais procedimentos serão adotados para mitigá-los ou combatê-los caso se efetivem. No caso da Tecpro, em que a crescente necessidade de recorrer à dívida para financiar suas atividades traz consigo um maior risco financeiro, dotar a empresa de boas práticas de governança corporativa tende a ser uma ferramenta eficaz no combate desse maior risco associado e dos eventuais efeitos deletérios deste sobre a capacidade da empresa de se financiar via mercado de dívida.

5.3. Análise do indicador aplicado aos casos selecionados

O indicador desenvolvido pela CEPAL considera aspectos de governança corporativa que podem afetar o processo de emissão de dívida corporativa, basicamente no que tange ao risco e termos das emissões (preço, taxa de juros e maturidade). Como referido anteriormente nessa seção, às questões cujas respostas não estivessem explicitadas nas diversas fontes utilizadas foi atribuída uma nota zero.

O Quadro 16 apresenta as questões presentes no indicador e as respectivas notas obtidas por cada empresa, discriminadas nos grupos “inadimplentes” e “adimplentes”. A interpretação é do tipo “quanto maior, melhor”, ou seja, quanto mais próxima da referência estiver (nota máxima 10) a nota encontrada para a empresa, mais adequada pode ser considerada sua governança relacionada ao processo de emissão de títulos de dívida.

A rigor, o padrão mais evidente diz respeito às notas das questões relacionadas à atuação dos comitês corporativos (auditoria, investimentos, financiamento corporativo e riscos). Apenas as empresas Gol S.A. e Tata Steel, agrupadas no grupo das adimplentes, e a Tecpro Systems, classificada como inadimplente, não zeraram pelo menos um item do índice. As demais empresas obtiveram nota zero para todo esse conjunto de questões.

Nos casos em que os comitês estão instalados, as notas zero encontradas sugerem que o funcionamento dessas estruturas importantes para o aprimoramento da transparência e gestão das companhias, apoiando o Conselho de Administração nesse intento, pode ser prejudicado por conta da não adoção dos melhores procedimentos relacionados a elas.

Nota-se que o comitê mais comum entre todas as empresas é o de auditoria, sendo na maioria dos casos determinados em estatuto como permanentes, e que as empresas adimplentes em geral possuem pelo menos dois comitês instalados. Apenas a Construtora Sultepa, Inepar S.A. e OB Infrastructure encerraram o ano de 2013 (e anos anteriores também) sem nenhum comitê formado, ou seja, justamente as companhias com histórico de inadimplência ou atrasos no pagamento de suas debêntures ou *commercial papers*.

Considerando as notas totais nota-se o distanciamento em relação ao *benchmarking*. Cumpre reiterar que o índice em questão não pretende cobrir todos os mecanismos de governança corporativa existentes e seus respectivos reflexos sobre os diversos atributos corporativos e, portanto, não serve para mensurar o desempenho da governança das empresas de forma ampla. Ao contrário, a análise fica circunscrita ao impacto de determinados aspectos sobre o processo de emissão de dívida.

A média de todas as notas encontradas foi 1,945, sendo que as empresas pertencentes ao grupo de “adimplentes” apresentaram uma média superior às empresas “inadimplentes”, 2,570 contra 1,320. Ocorre, contudo, que não foram aplicados testes de diferenças de médias ou outros equivalentes para se testar a validade estatística dessa diferença absoluta.

De todo modo, mesmo sem a comprovação estatística da diferença de média entre os dois grupos, as informações coletadas e aplicadas ao indicador sugerem uma observância maior (ao menos do ponto de vista formal) de melhores práticas de governança corporativa nas empresas adimplentes do que nas inadimplentes. Eventualmente o contrário pode ser inferido, ou seja, as emissoras adimplem suas obrigações justamente por serem dotadas de uma estrutura mais robusta do ponto de vista da governança.

Quando se toma os casos particulares, destacam-se a GOL S.A. e a Tata Steel como sendo as companhias com as maiores notas dentre todas (2,893 e 3,112 respectivamente), e Construtora Sultepa e OB Infra com as menores – 0,974 para ambas.

Quadro 16 – Comparativo do índice de governança corporativa das empresas selecionadas

		INADIMPLENTE				ADIMPLENTE				
		BENCHMARK	Inepar S.A.	Tecpro Systems	Sultepa	OB Infrastructure	GOL S.A.	Air India	Usiminas	Tata Steel
Papel do conselho de administração	Autorização de emissões e acesso a informação	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0,377	0	0,377	0	0	0,377	0,377	0,377
		Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
Delegação de responsabilidades aos comitês		Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0,377	0,377	0	0	0	0,377	0,377	0,377
		As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0,377	0,377	0	0	0	0	0,377	0,377
Estrutura do conselho de administração	Autorização de emissões e acesso a informação	As análises das emissões são delegadas ao Comitê de Finanças Corporativas?	0,189	0	0	0	0	0	0	0
		As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0,189	0	0	0	0	0	0	0
Papel do presidente do conselho de administração	Delegação de responsabilidades aos comitês	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0,189	0	0	0	0	0	0	0,189
	Tamanho adequado	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0,031	0	0,031	0	0	0,031	0,031	0,031
Papel e seleção de conselheiros (internos e externos)		O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
		Mais da metade dos conselheiros são independentes?	0,032	0	0,032	0	0	0	0	0,032
Papel do presidente do conselho de administração	Presidente é externo	Na seleção de alguns conselheiros externos se prioriza o conhecimento em finanças e, principalmente, em financiamento corporativo?	0,189	0	0	0	0	0	0,189	0
		O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0,377	0	0	0	0	0	0,377	0
Conselheiros externos	Conhecimento dos conselheiros selecionados	Eles têm mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0,095	0	0	0	0	0,095	0	0
		Eles têm mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0,095	0	0	0	0	0,095	0	0
Conselheiros internos	Conhecimento dos conselheiros selecionados	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0,189	0	0	0	0	0,189	0	0
		Eles têm certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0,189	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de Auditoria	Capacitação dos conselheiros	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0,189	0	0	0	0	0	0	0,189
		Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189
Comitê de investimentos	Transparência	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0,189	0	0	0	0	0,189	0	0,189
		É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0,189	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de financiamento corporativo	Integração e responsabilidade do comitê	Os conselheiros internos são responsáveis legal e criminalmente pelas informações relevantes em uma emissão de obrigações e suas implicações para a situação financeira da empresa?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0,189	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos	Integração e responsabilidade do comitê	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0,189	0	0,189	0	0	0,189	0,189	0,189
		O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0,377	0	0,377	0	0	0,377	0	0
Comitê de riscos		O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0,377	0	0	0	0	0	0	0,377
Comitê de riscos		Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0,095	0	0	0	0	0	0	0
		O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0,095	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é, de, pelo menos, uma vez por mês?	0,095	0	0	0	0	0	0	0
		O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		O presidente do Comitê de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		É o Comitê de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
		O Comitê de riscos é responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
Comitê de riscos		É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0,377	0	0	0	0	0	0	0
			10,000	1,351	1,980	0,974	0,974	2,893	1,571	2,703

Fonte: Elaboração própria.

GOL S.A. e Tata Steel, além da Tecpro Systems, são as únicas que apresentam, por exemplo, comitê de auditoria presidido por conselheiro independente, um item com um peso relevante (0,377) e que contribui para a elevação de suas notas.

Quadro 17 – Indicação de presença de comitês corporativos, por empresa

	Situação	Comitê de auditoria	Comitê de investimentos	Comitê de financiamento	Comitê de risco
Usiminas S.A.	Adimplente	Sim	Não	Sim	Não
GOL S.A.	Adimplente	Sim	Não	Sim	Sim
Sultepa S.A.	Inadimplente	Não	Não	Não	Não
Inepar S.A.	Inadimplente	Não	Não	Não	Não
Tata Steel	Adimplente	Sim	Não	Sim	Não
Air India	Adimplente	Sim	Não	Sim	Não
OB Infra	Inadimplente	Não	Não	Não	Não
Tecpro Sys	Inadimplente	Sim	Não	Não	Não

Fonte: Elaboração própria.

A GOL S.A. e a Tata Steel atendem ainda outros pontos que não são seguidos pelas demais empresas e que também explicam suas notas maiores, quais sejam: i) delegam ao Comitê de Auditoria o controle dos relatórios de risco das emissões (peso 0,189, adotado pela Tata Steel apenas); ii) contam com um programa de treinamento para os conselheiros (peso 0,189, adotado pela GOL S.A. apenas); iii) revisam periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo (peso 0,189, adotado pela Tata Steel apenas); iv) possuem três ou mais conselheiros externos (peso 0,189, adotado pela GOL S.A. e Usiminas); v) contam com um conselheiro independente na presidência do Comitê de Auditoria (peso 0,377, adotado pela GOL S.A. e Tata Steel apenas); vi) e este elabora o plano de auditoria interna e externa (peso 0,377, adotado apenas pela Tata Steel).

Os resultados obtidos pela GOL S.A. e Tata Steel e pela comparação de empresas adimplentes e inadimplentes de forma geral, na medida em que indicam notas maiores para empresas dotadas formalmente de uma estrutura de governança mais robusta, demonstram alinhamento à literatura no sentido de evidenciarem que empresas em um patamar adequado de governança têm condições mais favoráveis para emitir dívidas e honrar tais compromissos.

Essa conclusão a partir dos resultados do índice pode ser complementada pela avaliação das taxas de juros das dívidas vigentes dessas companhias. Tanto a GOL S.A. como a Tata Steel têm conseguido realizar emissões com juros pré-fixados o que, sobretudo no caso da GOL S.A., se coloca como exceção dada a realidade brasileira na qual a maioria dos títulos são emitidos indexados à taxa básica de juros (SELIC) ou a esta e mais uma taxa pré-fixada.

As baixas notas encontradas podem refletir não exatamente a não adoção dos aspectos abordados no indicador (como ocorreu com as questões relativas aos comitês corporativos que assumiram notas zero mesmo em caso de implementação dessa estrutura), mas sim uma falta de transparência na divulgação de informações relevantes. Como em caso de não explicitação das respostas foi atribuído zero, as notas obtidas indicam que essa pode ser uma explicação para tal resultado.

Quadro 18 – Resumo das notas médias encontradas

Recorte	Nota média do indicador
Empresas adimplentes	2,570
Empresas inadimplentes	1,320
Empresas brasileiras	1,980
Empresas indianas	1,909
Emp. brasileiras - adimplentes	2,798
Emp. indianas - adimplentes	2,342
Emp. brasileiras - inadimplentes	1,163
Emp. indianas - inadimplentes	1,477

Fonte: Elaboração própria.

O debenturista potencial incorre em custos de transação quando busca informações acerca da emissora e da própria emissão de dívida, custos estes que podem inviabilizar sua demanda por esses títulos de dívida e, em última instância, prejudicar o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa. Partindo dessa premissa, se pode inferir que a não adoção de certos aspectos de governança tratados no indicador ou simplesmente a falta de clareza na divulgação de tais informações tendem a prejudicar o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa para as empresas analisadas.

O padrão de governança corporativa relacionado especificamente ao processo de emissão de dívida, tal qual o capturado pelo indicador CEPAL e as respectivas notas

obtidas, tem potencial de reduzir os conflitos de interesses entre emissor e credor da dívida corporativa na medida em que dota a empresa de dispositivos de transparência, controle interno, revisão de riscos e controle dos próprios conflitos que eventualmente surjam. Esses elementos, por seu turno, tendem a contribuir para que a empresa acesse o mercado de dívida em melhores condições (melhores preços e prazos) e, por extensão, pavimentam uma expansão do mercado de dívida de forma mais ampla.

Contudo, os casos selecionados não evidenciam um padrão nesse sentido. As empresas que obtiveram as maiores notas de fato adimpliram e continuam a cumprir os termos de suas obrigações, mas nem por isso não tem problemas a serem corrigidos em sua estrutura de governança corporativa. A Usiminas, por exemplo, apresenta formalmente um padrão razoável de governança mas tem recorrentes conflitos entre os acionistas controladores, o que pode resultar em expropriação ou prejuízo aos seus investidores.

Da mesma forma, a Tecpro Systems experimentou eventos de reprogramações de pagamento de sua dívida mas obteve uma nota superior a Air India, que cumpre com os termos de suas obrigações. Ou seja, ocorrendo problemas financeiros ou quaisquer outros fatos tidos nos fatores de risco da emissão, o cumprimento dos termos da dívida pode ser prejudicado inclusive por empresas que incorporam alguns dos dispositivos elencados no referido indicador. Justamente por esse motivo, ganha em relevância a capacidade da empresa de revisitar periodicamente suas análises de risco, o que se torna possível pela contribuição da governança corporativa.

Nesse sentido, ao retomar as questões de pesquisa deste trabalho, os resultados indicam um distanciamento das notas obtidas pelas empresas selecionadas em relação ao *benchmarking* do índice CEPAL cuja metodologia fora construída por Galindo (2012). Esse distanciamento inclusive se mostrou maior nas empresas inadimplentes, conforme se esperava *a priori* a partir do exame da literatura.

Ocorre, porém, que a segunda questão de pesquisa não pôde ser respondida basicamente por conta de dois aspectos:

- o índice avalia a observância formal e não prática de uma dada estrutura de governança corporativa, o que significa que uma empresa pode adotar certos dispositivos do ponto de vista formal mas não exercer em sua rotina as boas práticas que tal estrutura recomenda, incorrendo em

problemas de gestão e até mesmo eventos de inadimplência de suas obrigações;

- o índice não é uma medida antecedente, ou seja, não tem poder de previsão e, portanto, não pode ser empregado na determinação da evolução de qualquer variável ou evento (no caso, o adimplemento das emissões).

Em suma, os dois aspectos supracitados desvendam os limites do indicador CEPAL utilizado, razão pela qual a análise dos resultados deve se manter circunscrita ao período em questão (dezembro de 2013) e indicando tão somente o distanciamento de uma escala conhecida e já validada (no caso, a metodologia do indicador proposta por Galindo (2012)).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Um mercado de capitais apropriado à colocação de títulos corporativos de dívida representa um importante *locus* de captação de recursos de investimento e capital de giro para as empresas, representando uma alternativa relativamente estável e normalmente mais adequada do ponto de vista de custo e prazo do que o sistema bancário (comercial e de fomento) ou mesmo o mercado de ações. Desenvolver esse mercado, portanto, presume fortalecer estruturas de regulação e autorregulação das empresas com vistas a assegurar um ambiente favorável para a emissão de dívida.

Ocorre que tal processo de emissão traz consigo alguns fatores de risco que devem ser naturalmente compartilhados com os potenciais investidores, o que exige da emissora a adoção sistemática de certos dispositivos de governança corporativa para que as emissões se deem em melhores termos de risco, preços, prazo, garantias a serem oferecidas, dentre outros aspectos.

A despeito da prevalência histórica do sistema bancário como financiador corporativo e do mercado de dívida pública em detrimento daquele de dívida privada no Brasil e na Índia, o que se observa recentemente nesses dois países é um consistente crescimento das emissões de dívida corporativa – o montante das emissões tem crescido em média 28% por ano no Brasil desde 2009, segundo dados da ANBIMA, e cerca de 24% ao ano na Índia desde 2004, de acordo com a *National Stock Exchange*. Mesmo com o vigoroso crescimento recente, o mercado de dívida no Brasil e na Índia encerrou 2012 representando apenas 17% e 18% do mercado de dívida total, respectivamente.

Por um lado, o forte crescimento verificado recentemente para esse mercado no Brasil pode ser atribuído à criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela então Bovespa em 2000, às novas regras implementadas pela CVM em 2003, à edição da ICVM 476/2009 que regulou a emissão de dívida sob esforços restritos, ao aprimoramento das estruturas de custódia e liquidação de títulos (BovespaFix, CETIP, etc.), o Novo Mercado de Renda Fixa promovido pela ANDIMA, entre outros esforços empreendidos basicamente para ampliar a governança desse mercado.

Já na Índia, a expansão está relacionada basicamente à edição de leis liberalizantes desde o início da década de 1990 para promover a integração do país à cena econômica global por meio de seu mercado de capitais, além de medidas de autorregulação tomadas no âmbito da Comissão Pattil e da Cláusula 49.

Por outro lado, o mercado de dívida corporativa teve seu crescimento limitado ou mesmo deslocado nos dois países por conta da debilidade do mercado secundário, como resultado inclusive do próprio modelo de emissão prevalente, qual seja de esforços restritos no Brasil e de colocação privada na Índia, que privilegiam investidores qualificados no carregamento desses títulos. Outro fator de limite se deve ao mercado de dívida pública de ambos, que se apresenta muito atraente aos investidores (qualificados ou não).

Os casos selecionados nesta pesquisa apresentam baixos índices de governança corporativa (não em seu nível amplo mas sim naquele circunscrito aos programas de emissão de dívida), que são ainda menores para empresas com histórico de atrasos, adiamentos ou mesmo inadimplemento no pagamento de juros, amortização e encargos da dívida emitida.

Logo, depreende-se que a não adoção de determinados dispositivos de governança ou, mesmo quando estes estão implementados mas falta transparência sobre seu papel e sua atuação, se estabelece um limite no nível das firmas para que possam acessar o mercado de dívida corporativa.

O indicador proposto destaca o papel dos comitês corporativos e principalmente do Conselho de Administração como estruturas capazes de mitigar os riscos relacionados às emissões, inclusive aquele de inadimplemento. O que se verifica nos casos selecionados é que nenhuma das empresas que inadimpliram suas emissões em algum momento possui comitês instalados e entre oito e quinze membros no Conselho de Administração (apenas a Tecpro Systems possui Comitê de Auditoria e doze membros no Conselho).

Nesse sentido, a capacidade dessas empresas em monitorar os riscos relacionados às emissões e promover medidas para se proteger de uma eventual alteração no cenário fica comprometida, o que gera pelo menos dois efeitos práticos: i) se cria uma dificuldade de acessar o mercado de dívida pois tal debilidade de governança afasta os investidores potenciais; e ii) se ampliam os fatores de risco, inclusive o de inadimplemento.

Portanto, o desenvolvimento do mercado de dívida privada como alternativa de financiamento corporativo imprescinde do aprimoramento da regulação formal que incentive a liquidez dos mercados secundários e a adoção de práticas superiores de

governança corporativa. No nível das empresas, é fundamental que tais dispositivos de governança sejam adotados pelas companhias e, para além disso, tenham sua atuação detalhada ao mercado para atenuar a assimetria de informação e os custos de transação incorridos pelo investidor que pretende acessar tal mercado. Dessa forma, criam-se condições para ampliação sustentada desse mercado tão necessário a países emergentes tais quais Brasil e Índia, que apresentam necessidades de investimento por um lado e limitações de financiamento, por outro.

Podem ser apontadas como possibilidades para estudos futuros a ampliação da análise para outros países pertencentes ao grupo dos BRICS bem como a outros países emergentes, destacando a importância do mercado de dívida privada como elemento propulsor do desenvolvimento econômico e corporativo desses países. Podem ser desenvolvidas também avaliações econômétricas buscando testar hipóteses como os determinantes das emissões de dívida corporativa em ambos os países ou no conjunto dos BRICS e impactos destas emissões sobre valor e desempenho corporativo das empresas emissoras selecionadas.

Ademais, podem ser conduzidos estudos no sentido de verificar uma das inferências feitas a partir da análise dos resultados, qual seja que uma estrutura mais robusta de governança corporativa tem potencial de reduzir o custo da dívida.

REFERÊNCIAS

ABDI. AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Política industrial de países selecionados:** Brasil, Rússia, Índia e China. Brasília: ABDI, 2011. 132 p.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Directors' Report – Air India, 2010. Disponível em: <http://www.airindia.in/writereaddata/Portal/FinancialReport/1_154_1_2009-2010_Annexure_Directors_Report.pdf>. Acesso em: 07 out. 2014.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Information Memorandum for Private Placement of Unsecured, Rated, Listed, Taxable, Redeemable, Non Convertible Debentures, 2011. Disponível em: <www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>. Acesso em: 14 out. 2014.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Information Memorandum for Private Placement of Government of India Guaranteed, Redeemable, Unsecured, Taxable, Non Convertible Debentures of Rs. 7.400 crores, 2012. Disponível em: <www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>. Acesso em: 14 out. 2014.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Site da empresa. 2014a. Disponível em: <www.airindia.in/timeline.htm>. Acesso em: 05 out. 2014.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Annual Reports 2011-2012. 2014b. Disponível em: <<http://www.airindia.in/AnnualReport.htm?14>>. Acesso em: 05 out. 2014.

AIR INDIA. AIR INDIA LIMITED. Manual-8. 2014c. Disponível em: <<http://www.airindia.in/Images/pdf/RTI-Manual-8-new.pdf>>. Acesso em: 06 out. 2014.

AFSHARIPOUR, A. Corporate governance convergence: lessons from the Indian experience. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, n. 2, 2009. Disponível em: <<http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb>>. Acesso em: 13 mar. 2014.

AFSHARIPOUR, A. The promise and challenges of India's corporate governance reforms. **Indian Journal of Law & Economics**, v. 1, n. 1, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1640249>>. Acesso em: 25 mar. 2014.

ALENCAR, R.; LOPES, A. Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. In: 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2005. **Anais eletrônicos...** Universidade de São Paulo: Outubro, 2005

ALVES, A. G. de M. P. **Os BRICS e seus vizinhos:** investimento direto estrangeiro. IPEA, 2014. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_brics_investimento.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2014.

ANBIMA. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. Disponível em: <www.anbima.com.br>. Acesso em: 10 abr. 2014.

ANDERSON, C. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 45-84, 1999.

ANDIMA. ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANEIRO. **Estudos especiais**: SND – Sistema Nacional de Debêntures. Rio de Janeiro, Brasil, 1998.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANTONELLI, R. A.; CLEMENTE, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.; SCHERER, L. M. Adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e risco das ações. In: 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais eletrônicos...** São Paulo, julho de 2011.

ARAUJO, A.; LUNDBERG, Eduardo. A Nova Legislação de Falências: Uma Avaliação Econômica. In: Luiz Fernando Valente de Paiva. (Org.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, v. 1, p. 325-351, 2005.

ARESTIS, P; DEMETRIADIS, P.O. Financial Development and Economic Growth: assessing the evidence. **The Economic Journal**, v. 107, n. 442, 1997.

ARESTIS, P; DEMETRIADIS, P.O; LUINTEL, K.B. Financial development and economic growth: the role of the stock markets". **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 33, n.1, 2001.

ARMOUR, J.; LELE, P. Law, finance and politics: the case of India. **Law & Society Review**, v. 43, n. 3, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=15405893>>. Acesso em: 27 mar. 2014.

AZEVEDO, H. de; LUCA, M. M. M. de; HOLANDA, A. P.; PONTE, V. M. R.; SANTOS, S. M. dos. Código de conduta: grau de adesão às recomendações do IBGC pelas empresas listadas na BM&FBovespa. In: EnANPAD 2011, Rio de Janeiro. XXXV ENANPAD. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011.

BECK, T. Impediments to the development and efficiency of financial intermediation in Brazil". **World Bank Policy Research Working Paper 2382**, 2000.

BENNEDSEN, M.; NIELSEN, K. M.; NIELSEN, T. V. Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil. **Journal of Corporate Finance**, 18(4), 904–918, 2012.

BERGHE, V. D.; LEVRAU, A. **Evaluating boards of directors**: what constitutes a good corporate board? **Corporate Governance**, v. 12, n. 4, p. 461-478, out. 2004.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BERNADES, P.; BRANDÃO, M. M. Governança corporativa: algumas reflexões teóricas sob a perspectiva da economia. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2005, Brasília. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005.

BHATTACHARYYA, A. K.; RAYCHAUDHURI, A.; RAO, S. V. **Economic consequences of ‘regulation on corporate governance’: evidence from India**. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=640842>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

BHARDWAJ, H. Corporate governance in India: towards a more holistic approach. **Oxford Student Legal Research Paper Series**, n. 4, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1899512>>. Acesso em: 20 mar. 2014.

BHOJRAJ, S; SENGUPTA, P. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: the role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, n. 76, p. 455-475, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=291056>>. Acesso em: 14 jan. 2015.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G. de; GORGA, E. An Overview of Brazilian Corporate Governance. **Cornell Legal Studies Research Paper**, n. 08-014, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em: 02 abr 2014.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G. de; GORGA, E. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21–38, 2010.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G. de; GORGA, É. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 934–952, 2012.

BM&FBOVESPA. **O novo mercado**. São Paulo: Bovespa, 2011. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml>. Acesso em: 18 nov. 2013.

BM&FBOVESPA. **Site da empresa**, 2014. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 21 out. 2014.

BOSE, S.; COONDOO, D. **A Study of the Indian Corporate Bond Market**. Money and Finance, v. 2, n. 12, jan/mar 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=421440>>. Acesso em: 02 abr 2014.

BSE. BOMBAY STOCK EXCHANGE. **Site da empresa**, 2014. Disponível em: <www.bseindia.com>. Acesso em: 18 out. 2014.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v.24, n. 62, p.142-153, 2013.

CALSAVARA, V. C. R. **A evolução das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto.** 2013. 85 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2013.

CAPITAL ABERTO. Usiminas: quando os controladores brigam entre si, os demais acionistas é que pagam. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, 07 out. 2014. Disponível em:<<http://www.capitalaberto.com.br/raphael-martins/usiminas-quando-os-controladores-brigam-entre-si-os-demais-acionistas-e-que-pagam/#.VH422jHF9qU>>. Acesso em: 21 out. 2014.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 883-903, 2012.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of brazilian corporations. **Corporate Ownership and Control**, v .4, n. 1, p. 300-308, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. **O mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil.** Relatório Econômico. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008. Disponível em:<<http://ricardoleal.wikispaces.com/file/view/Mercado+de+Títulos+Privados+de+Renda+Fixa.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2014.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; ZORMAN, F. F. A. Influência do BNDES na Governança das empresas brasileiras listadas. In: EnANPAD 2012, Rio de Janeiro. XXXVI ENANPAD. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012.

CHAKRABARTI, R. **Corporate Governance in India: Evolution and Challenges.** 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=649857>>. Acesso em: 13 mar. 2014.

CHAKRABARTI, R.; YADAV, P. K.; MEGGINSON, W. L. Corporate Governance in India. **Journal of Applied Corporate Finance Forthcoming**, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1012222>>. Acesso em: 29 mar. 2014.

CHAKRABARTI, R. **Bond Markets in India.** 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1149322>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, New Series, v. 4, n. 16, nov. 1937. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?doi=0013-0427%28193711%292%3A4%3A16%3C386%3ATNOTF%3E2.0.CO%3B2-B>>. Acesso em: 14 mai. 2014.

COASE, R. H. The new institutional economics. **The American Economic Review**. Nashville, v. 88, n. 2, p. 72-75, 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 mai. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório Anual 2013**, 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 mai. 2014.

COSTAS, R.; FELLET, J. Banco dos BRICS busca alternativa a hegemonia de países ricos, 2014. **BBC Brasil**. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2014/07/140711_banco_brics_ru>. Acesso em: 10 dez. 2014.

CREMERS, M.; NAIR, V.; WEI, C. **The Impact of shareholder control on bondholders**. Yale School of Management: Working Paper, 2004. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~cwei/The%20Impact%20of%20Shareholder%20Governance%20on%20Bondholders.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

CRISIL. **Air India Limited** – Rating Reaffirmed, 2013a. Disponível em: <www.crisil.com>. Acesso em: 13 out. 2014.

CRISIL. **Tecpro Systems Limited** – Ratings downgraded to ‘CRISIL D’, 2013b. Disponível em: <www.crisil.com>. Acesso em: 27 out. 2014.

CRISIL. **Site da empresa**. 2014. Disponível em: <www.crisil.com>. Acesso em: 13 out. 2014.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil: causas e consequências**. 2006. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), Uberlândia, 2006.

DEMIRGUÇ-KUNT, A; LEVINE, R. (1996). Stock market development and financial intermediaries: stylized facts. **World Bank Economic Review**, v. 19, n. 2, 1996.

DE PAULA, G. M.; RIBEIRO, K. C. de S.; ALMEIDA, N. S. de. Emisión de títulos de deuda y gobernanza corporativa en el Brasil: Un análisis multicascos. In. NÚÑEZ, G; ONETO, A. (Orgs.). **Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa**. Chile: CEPAL, 2012.

EXAME. Inepar migra para o Nível 1 de governança corporativa. **Revista Exame**, 31 mar. 2011. Disponível em:

<<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/inepar-migra-para-o-nivel-i-de-governanca-corporativa>>. Acesso em: 19 out. 2014.

EXAME. Inepar sobe forte após mudanças na presidência e diretoria. **Revista Exame**, 31 jan. 2012. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/inepar-sobe-forte-apos-mudancas-na-presidencia-e-diretoria>>. Acesso em: 19 out. 2014.

FOLHA. FOLHA DE SÃO PAULO. Presidente da Usiminas é demitido em disputa entre Ternium e Grupo Nippon. **Folha de São Paulo**, 26 set. 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/09/1522936-presidente-da-usiminas-e-demitido-em-disputa-entre-ternium-e-grupo-nippon.shtml>>. Acesso em: 15 out. 2014.

GALINDO, H. P. Gobernanza corporativa y determinación de riesgos para la emisión de instrumentos de deuda en el Brasil, Colombia e México: Una propuesta metodológica. In. NÚÑEZ, G; ONETO, A. (Orgs.). **Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa**. Chile: CEPAL, 2012.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.**, 2004. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Prospecto de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.**, 2005. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Preferenciais e Ordinárias e Distribuição Pública Secundária de Ações Preferenciais de Emissão da GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.**, 2009. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Asas e Raízes – Relatório de Sustentabilidade**, 2013. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Formulário de Referência**, 2014a. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOL. GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. **Site da empresa**, 2014b. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

GOLDSMITH, R.W. **Financial structure and development**. New Haven: Yale University, 1969.

IBGC. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**, 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

INDIA INFOLINE. INDIA INFOLINE NEWS SERVICE. Crisil downgrades rating on OB Infrastructure to 'BBB-'. **India Infoline**, 2010. Disponível em: <http://www.indiainfoline.com/article/print/news-business/crisil-downgrades-rating-on-ob-infrastructure-to-bbb--113100801435_1.html>. Acesso em: 15 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Instrumento Particular de Escritura de Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações da Inepar S.A.** – Indústria e Construções, 1994. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 21 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Prospecto de Distribuição Pública de Debêntures Conversíveis de emissão da Inepar S.A.** – Indústria e Construções, 2001. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 21 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Formulário de Referência, 2010.** Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/comunicados/INEPAR/Formulario-de-Referencia-Completo/703928395450?p=36>>. Acesso em: 16 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Instrumento Particular de Escritura da 5ª Emissão de Debêntures Não Conversíveis em Ações, em Série Única, da da Inepar S.A.** – Indústria e Construções, 2012. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 21 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Demonstrações Financeiras Exercícios findos em 31 de dezembro de 2013 e 2012**, 2013a. Disponível em: <www.inepar.com.br>. Acesso em: 19 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Proposta da Administração 2013**, 2013b. Disponível em: <www.inepar.com.br>. Acesso em: 19 out. 2014.

INEPAR. INEPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES. **Proposta da Administração, 2014**, 2014. Disponível em: <www.inepar.com.br>. Acesso em: 19 out. 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; SMITH, C. Stockholder, Manager and Creditor Interests: applications of agency theory. 1985. In: **Theory of the Firm**, v. 1, n. 1, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=173461>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

KARPAGAM, V.; SELVAM, M. Impact of corporate governance mechanism and firm performance with special reference to BSE listed companies in India. **International Conference on Emerging Issues and Global Challenges**, Excel India Publishers, 148-

155, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2247877>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

KHANNA, V.; BLACK, B. Can Corporate Governance reforms increase firms' market values? Evidence from India. **Journal of Empirical Legal Studies**, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=914440>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

KHANNA, T.; PALEPU, K. **The Evolution of Concentrated Ownership in India: Broad Patterns and a History of the Indian Software Industry**. 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c10272>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, p. 367-373, 1983.

KLOCK, M.; MANSI, S.; MAXWELL, W. F. **Does Corporate Governance Matter to Bondholders?** 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=527663>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, abr. 1999.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jul. 2002.

LAZZARINE, S.; MUSACCHIO, A. **Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by Brazilian National Development Bank (BNDES) 1995-2003**. 2011. Disponível em: <<http://ssm.com/abstract=1713429>>. Acesso em: 18 fev. 2014.

LEAL, R. P.C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. **The Development of the Brazilian Bond Market**. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=935268>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

LEVINE, R; ZERVOS, S. Stock markets, Banks and economic growth. **The American Economic Review**, v. 88, n.3, 1998.

LI, X.; TUNA, I.; VASVARI, F. P. **Corporate governance and restrictions in debt contracts**. 2012. Disponível em: <<http://www.insead.edu/facultyresearch/areas/accounting/events/documents/CorporateGovernanceandRestrictionsinDebtContracts.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

LIMA, I.; IKEDA, R.; SALOTTI, B.; BATISTELLA, F. O custo de captação e a governança corporativa. In: 17º CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 2004. **Anais eletrônicos...** Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2004.

LOPES, J.; MARTINS, H. Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações no custo de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no “novo mercado” e “níveis diferenciados” da Bovespa. **Revista de Administração da FEADMinas**, v. 4, 38-47, 2007.

LOVE, I. Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model. **World Bank working paper**, sep. 2001.

MATSUO, A. K.; EID JR., W. **The influence of macroeconomic factors on primary issues in the Brazilian market.** 2009. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=1435345>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

MCA. MINISTRY OF CIVIL AVIATION. **Site do órgão.** Disponível em: <www.civilaviation.gov.in>. Acesso em: 20 out. 2014.

MISHRA, P. K. Indian Capital Market - Revisiting Market Efficiency. **Indian Journal of Capital Markets**, v. 2, n. 5, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1339901>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

MAURYA, A. K.; KUMAR, R. **Corporate Debt Market in India:** An Overview. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2258350>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, 1963.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, jan. 1988.

MUKHERJEE, K. N. **Corporate Bond Market in India:** Current Scope and Future Challenges. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2171696>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

MURITIBA, S. N.; RIBEIRO, H. C. M.; MURITIBA, P. M.; DOMINGUES, L. M. Governança corporativa no Brasil: uma análise bibliométrica das publicações dos últimos dez anos. In: XIII SEMEAD, 2010. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/887.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2014.

MYERS, S. C. Capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, 1984.

NCC. NCC LIMITED. **Site da empresa**, 2014a. Disponível em: <www.ncclimited.com>. Acesso em: 13 nov. 2014.

NCC. NCC LIMITED. **Relatório Anual 2013-2014**, 2014b. Disponível em: <<http://ncclimited.com/images/PDF/NCC%20ANNUAL%20REPORT%202013-14.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2014.

NORDON. NORDON INDÚSTRIAS METALÚRGICAS S.A. **Formulário de Referência**, 2014. Disponível em: <www.nordon.ind.br>. Acesso em: 14 out. 2014.

OB INFRASTRUCTURE. OB INFRASTRUCTURE LIMITED. **Shelf Information Memorandum for Issue of Debentures**, 2014. Disponível em: <<http://www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>>. Acesso em: 12 nov. 2014.

OCDE. ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Princípios de Governança Corporativa**, 2004.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC Eletrônica**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, jan/abr. 2007.

OMAR CAMARGO. OMAR CAMARGO CCV LTDA. **Relatório Anual de Agente Fiduciário – 3ª Emissão de Debêntures Inepar S.A.** – Indústria e Construções, 2013. Disponível em: <http://www.omarcamargo.com.br/painelcms/upload/arquivos_conteudo/ouetros/RELATARIO_INEPAR_AGENTE_FIDUCIARIO_2013.pdf>. Acesso em: 22 out. 2014.

PAIVA, E. V. S. **Formação do preço de debêntures no Brasil**. 2011. 268 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

PAIVA, E. V. S.; SAVOIA, J. R. F. Pricing corporate bonds in Brazil: 2000 to 2004. **Journal of Business Research**, v. 62, p. 916-919. 2009.

PANDE, S. **An overview of corporate governance reforms in India**. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1958031>>. Acesso em: 30 mar. 2014.

PANIGRAHI, A. K. Capital Structure of Indian Corporate: Changing Trends. **Asian Journal of Management Research**, p. 283-298, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2342545>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

PANIGRAHI, A. K. The debt-equity choice: an empirical analysis of indian companies. **The IASMS Journal of Business Spectrum**, v. 5, n. 2, july 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2342487>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

PATHAK, J. **What determines capital structure of listed firms in India?** Some empirical evidences from the indian capital market. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1561145>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

PAULA, L. F. de ; FARIA JR, J. A. de. Perspectivas para o mercado de títulos de dívida no Brasil. **Economia e Tecnologia**, v. 20, p. 21-32, jan/mar 2010.

PAULA, L. F. de ; FARIA JR, J. A. de. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 16, n.1, p. 107-137, jan/abr 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=14159848>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise.** 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2012.

PENTÁGONO. **6ª Emissão pública de debêntures – Relatório Anual do Agente Fiduciário exercício 2013**, 2013. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 17 out. 2014.

PENTÁGONO. **Relatório Anual do Agente Fiduciário da 2ª Emissão Pública de Debêntures Inepar S.A. Indústria e Construções**, 2012. Disponível em: <<http://www.inepar.com.br/pdf/IIC%20-%20202%C2%AA%20Emiss%C3%A3o%20-%20Relat%C3%B3rio%20Anual%20Pent%C3%A1gono%20-%20202012%20-%20final.pdf>>. Acesso em: 19 out. 2014.

PEREIRA, F. **Ativismo dos investidores institucionais, valor, liquidez e governança corporativa: o caso do BNDES no Brasil.** 2010. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

PEREIRA, B. L. **Estudo de precificação no lançamento de títulos de dívida de empresas brasileiras no exterior.** 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

PIMENTEL, R. C.; BORINELLI, M. L.; LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F. de. **Financiamento empresarial brasileiro no mercado de dívida de longo prazo.** UEM-Paraná, v. 27, n. 1, p. 23-36, jan/abr 2008.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia.** 5º Ed, São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PINHEIRO, V. Gol obtém perdão de debenturistas após descumprir índices financeiros. **Valor Online**, 16 mar. 2012. Disponível em: <www.valor.com.br/financas/2574708/gol-obtem-perdao-de-debenturistas-apos-descumprir-indicesfinanceiros#ixzz3KgAa1AKE>. Acesso em: 03 out. 2014.

PLANNER. PLANNER FIDUCIÁRIO TRUSTEE. **Relatório Anual 2013 – 3ª Emissão de Debêntures Simples da Construtora Sultepa S.A.**, 2013. Disponível em: <<http://cvm.sultepa.com.br:8091/Relat%C3%B3rio%20Anual%202013%20-%20Agen%20Fiduci%C3%A1rio%203%C2%AA%20Emiss%C3%A3o%20-%20SULT13.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2014.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil.** 2006. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), Uberlândia, 2006.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira.** 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2011.

SANTOS, E. J. dos; ROGERS, P.; LEMES, S.; MACHADO, L. S. Proteção aos acionistas minoritários: análise dos efeitos da Reforma da lei nº 6.404/76. **REGE Revista de Gestão USP**, 16(2), 33–49, 2009.

SCHUMPETER, J. A. **The theory of economic development**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

SEBI. **Handbook of Statistics on the Indian Securities Market**. Securities and Exchange Board of India, Mumbai, 2012.

SEC. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Rights Offering of 3,789,507 preferred shares, including preferred shares in the form of American Depository Shares of GOL Intelligent Airlines Inc.**, 2010. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 04 out. 2014.

SEC. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Relatório Anual em Conformidade com a Seção 13 ou 15 (d) da Lei de Mercado de Capitais de 1934 – Exercício Fiscal encerrado em 31.12.2013**, 2014. Disponível em: <www.voegol.com.br>. Acesso em: 04 out. 2014.

SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2a. ed. São Paulo: Herder, 1967.

SHAW, E.S. **Financial deepning in economic development**. New York: Oxford University Press, 1973.

SHENG, H. **Ensaio sobre emissões de corporate bonds (debêntures) no mercado brasileiro**. 2005. 92 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.

SHENG, H. H.; GONÇALVES, P. E. O Apreçamento de Spread de Liquidez no Mercado secundário de debêntures. **Revista de Administração**, v. 45, n. 1, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A.; LOPES, A. B. **Choice of accounting practices in Brazil: an analysis from the contractual covenants hypothesis perspective**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1982514>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. da; SAITO, R. **Corporate governance in Brazil: Landmarks, codes of best practices, and main challenges**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1268485>>. Acesso em: 22 nov. 2013.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Corporate Governance and Capital Markets in Brazil – History and Current Overview.** 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1492216>>. Acesso em: 16 mar. 2014.

SLW. SLW CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA. **Relatório Anual do Agente Fiduciário - 1ª Emissão Pública de Debêntures Simples, Nominativas, Escriturais, Não Endossáveis, Não Conversíveis em Ações da Construtora Sultepa S.A.**, 2013. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 16 out. 2014.

SND. SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. *Site*, 2014a. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 01 out. 2014.

SND. SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. Fitch afirma ratings da Usiminas em 'BB+'/ 'AA (bra)'; Perspectiva revisada para estável, de negativa, 2014b. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=12490&página=-4>>. Acesso em: 01 out. 2014.

SOUZA, L. de. **Dívidas corporativas brasileiras:** emitir no mercado interno ou externo? 2012. 57 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP), São Paulo, 2012.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

SULTEPA. CONSTRUTORA SULTEPA S.A. **Instrumento Particular de Escritura de Segunda Emissão para Oferta Pública de Debêntures Conversíveis em Ações Preferenciais da Construtora Sultepa S.A.**, 1995. Disponível em: <www.sultepa.com.br>. Acesso em: 15 out. 2014.

SULTEPA. CONSTRUTORA SULTEPA S.A. **Escrutura Pública de Terceira Emissão para Oferta Pública de Debêntures**, 1997. Disponível em: <www.sultepa.com.br>. Acesso em: 15 out. 2014.

SULTEPA. CONSTRUTORA SULTEPA S.A. **Formulário de Referência**, 2013. Disponível em: <www.sultepa.com.br>. Acesso em: 20 out. 2014.

TATA STEEL. **Information Memorandum for issue of debentures on a private placement basis to Tata Steel**, 2008. Disponível em: <www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>. Acesso em: 12 set. 2014.

TATA STEEL. **Information Memorandum for issue of debentures on a private placement basis to Tata Steel**, 2009. Disponível em: <www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>. Acesso em: 12 set. 2014.

TATA STEEL. **106th Annual Report 2012-2013**, 2013a. Disponível em: <www.tatasteel.com>. Acesso em: 12 set. 2014.

TATA STEEL. Information Memorandum for issue of debentures on a private placement basis to Tata Steel, 2013b. Disponível em: <www.nseindia.com/corporates/corporateHome.html?id=allAnnouncements>. Acesso em: 12 set. 2014.

TATA STEEL. 107th Annual Report 2013-2014, 2014a. Disponível em: <www.tatasteel.com>. Acesso em: 12 set. 2014.

TATA STEEL. Site da empresa, 2014b. Disponível em: <www.tatasteel.com>. Acesso em: 14 set. 2014.

TECPRO. Site da empresa, 2014. Disponível em: <www.tecprosystems.com>. Acesso em: 25 out. 2014.

TECPRO. Annual Report 2012-2013, 2013. Disponível em: <<http://www.tecprosystems.com/investors-annual-reports11.php>>. Acesso em: 24 out. 2014.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. O elo perdido – O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas. **Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI),** jun. 2012.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Prospecto Definitivo do Segundo Programa de Distribuição Pública de Debêntures de Emissão da Usiminas, 2008a. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 14 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Instrumento Particular de Escritura da 3^a Emissão Pública de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, Série Única, Espécie Subordinada da Usiminas, 2008b. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Escritura Particular da 4^a Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, em Série Única, da Espécie Subordinada da Usiminas, 2008c. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Escritura Particular da 5^a Emissão de Debênture Não Conversível em Ações, da Espécie Quirográfica, em Série Única, de emissão da Usiminas, 2008d. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Formulário de Referência, 2013a. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. Instrumento Particular de Escritura da 6^a Emissão Pública, com esforços restritos de colocação, de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da Espécie Quirográfica, da Usiminas, 2013b. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 21 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. *Site da empresa*, 2014a. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

USIMINAS. USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. **Formulário de Referência**, 2014b. Disponível em: <www.usiminas.com.br>. Acesso em: 18 set. 2014.

VALOR. VALOR ECONÔMICO. Ex-presidente da Usiminas critica governança e Nippon Steel. **Valor Online**, 09 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/1002864/ex-presidente-da-usiminas-critica-governanca-e-nippon-steel>>. Acesso em: 07 out. 2014.

VAROTTIL, U. The advent of shareholder activism in India. **Journal of Governance**, v. 1, n. 6, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2165162>>. Acesso em: 15 jan. 2014.

VARSHNEY, P.; KAUL, V. K.; VASAL, V. K. **Corporate Governance Index and firm performance**: empirical evidence from India. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2103462>>. Acesso em: 25 mar. 2014.

VASUDEV, P. M. Capital Market and Corporate Governance in India: An Overview of Recent Trends. **Corporate Governance Law Review**, v 3, n. 3, p. 255-282, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1436185>>. Acesso em: 02 abr. 2014.

VIEIRA, E. R.; CORREA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. In: Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia. **Anais eletrônicos...** Fortaleza, Julho de 2002.