

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

LUZÉLIA CALEGARI SANTOS MOIZINHO

**EMIÇÃO DE TÍTULOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS
UNIDOS E NO BRASIL: UMA ANÁLISE MULTICASOS**

Uberlândia
2014

LUZÉLIA CALEGARI SANTOS MOIZINHO

**EMIÇÃO DE TÍTULOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS
UNIDOS E NO BRASIL: UMA ANÁLISE MULTICASOS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração 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: Profa. Dra. Kárem C. S. Ribeiro

Uberlândia
2014

AGRADECIMENTOS

A Deus pela vida, saúde e fé.

Ao Diney por cuidar de mim, por seu apoio incondicional e sua leveza que me equilibram.

Aos meus filhos Matheus e Luiza que me movem.

Aos meus pais Luiz Cesar e Maria Zélia que, desde sempre, me encorajam.

À minha querida irmã Luciana, por compartilhar comigo sua experiência quando mestranda, e que mesmo a quilômetros de distância, está sempre tão perto.

À minha querida orientadora, professora Dra. Karém Cristina Sousa Ribeiro, pela paixão com a docência e a pesquisa, que me inspiram.

Aos professores Dr. Vinícius Pereira, Dr. Germano de Paula e Dra. Michele Nascimento Juca pela disponibilidade e gentileza que avaliaram e em muito contribuíram com a minha pesquisa.

Aos professores do Programa de Mestrado em Administração, pelas aulas instigantes e enriquecedoras.

Aos colegas do curso pela amizade e alegria que vivemos a trajetória de “mestrandos”.

Enfim, a toda a minha família e amigos que me estimulam a tentar enxergar mais longe.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi uma análise multicase, de empresas brasileiras e de norte-americanas, quanto aos padrões dos mecanismos de governança corporativa nos processos de emissões de títulos de dívidas. A metodologia utilizada foi o Indicador CEPAL, uma ferramenta quantitativa desenvolvida para mensurar o nível de risco de governança e controles internos. Os resultados apontam uma pequena diferença entre os padrões dos mecanismos de governança nos dois países, contrariando parte da literatura acerca do tema, pois, é esperado que países com forte proteção legal e maturidade do mercado financeiro apresente diferenças mais significativas nas práticas de governança. A contribuição desse estudo reside na consideração de que os padrões de governança corporativa dos EUA e do Brasil tendem a uma maior convergência quando se trata do mercado de emissão de títulos corporativos do que em relação ao mercado acionário. Duas possíveis explicações para esse fato são as características mais seletivas do mercado de títulos, dada a magnitude dos volumes de debêntures negociados por emissão e a internacionalização do mercado de capitais que exige das empresas brasileiras a adequação às normas e regulamentos internacionais.

Palavras-chave: Títulos de dívida; Governança Corporativa; Indicador CEPAL; Estados Unidos; Brasil

ABSTRACT

The aim of this research was one multicases analysis of Brazilian and North American companies, about the standards of corporate governance mechanisms in processes of emissions of debt securities. The methodology used was the CEPAL Indicator, a quantitative tool developed to measure the level of risk governance and internal controls. The results show a small difference between the standards of governance mechanisms in both countries, contrary to much of literature on subject, since it is expected that countries with strong legal protection and maturity of the financial market to provide more significant differences in governance practices. The contribution of this study lies in consideration US corporate governance standards and Brazil tend to greater convergence when it comes to the issuance of corporate bonds than in the stock market. Two possible explanations for this are the most selective characteristics of the bond market, given the magnitude of debentures volumes traded by issuance and internationalization of capital market that demands of Brazilian companies adaptation to international standards and regulations.

Keywords: Debt securities; Corporate Governance; CEPAL indicator; United States; Brazil

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

ATT – *American Telephone and Telegraph*

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BIS – *Bank for Intenational Settlements*

BM&FBovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNY Mellon – *Bank of New York Mellon*

CA – Conselho de Administração

CAF – Banco de Desenvolvimento da América Latina

CF – Conselho Fiscal

CalPERS – *Califórnia Public Employees Retirement System*

CEO – *Chief Executive Officer*

CEPAL – Comissão Econômica para América Latina e Caribe

CFO – *Chief Financial Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBTIDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EM – *Earning Management*

ESOP – *Employee Stock Options Plans*

FCF – *Free Cash Flow*

FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation*

FR – Formulário de Referência

GC – Governança Corporativa

GE – General Eletric

GM – General Motors

IAN – Informes Anuais

IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBM – *International Business Machine*

IFRS - *Intenational Financial Reporting Standards*

IGC – Índice de Governança Corporativa

IPCA – Índice de Preço Amplo ao Consumidor

NDGC – Níveis de Governança Corporativa

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ON – Ações Ordinárias

ONG – Organizações Não Governamentais

PN – Ações Preferenciais

SBQ – *Special Bar Quality*

SEC – *Security Exchange Commission*

SIFMA – *Securities Industry and Financial Markets Association*

S&P – *Standard and Poors*

SOX – Lei Sarbanes-Oxley

US GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Saldo de títulos de dívidas internacionais em dezembro de 2012 e 2013, de empresas não-financeiras dos países analisados segundo a metodologia CEPAL	13
Figura 2 – Trajetória da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, período de 2001 a 2013	30
Figura 3 – Emissão de debêntures no mercado dos EUA	37
Figura 4 – Emissão de debêntures no mercado brasileiro	39

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Agências reguladoras vigentes nos EUA	28
Quadro 2 – Exigências requeridas para integrar os NDGC da BM&FBovespa	30
Quadro 3 – Histórico de normativos de debêntures no Brasil	38
Quadro 4 – Seleção das empresas brasileiras e norte-americanas para a pesquisa	42
Quadro 5 – Padrões para avaliação da governança corporativa pela metodologia CEPAL	47
Quadro 6 – Distribuição dos Conselheiros da ExxonMobil	53
Quadro 7 – Resumo da análise da governança corporativa da Gerdau pela metodologia do Indicador CEPAL	55
Quadro 8 – Distribuição dos membros do Conselho da Nucor	58
Quadro 9 – Resumo da análise da governança corporativa da Nucor pela metodologia do Indicador CEPAL	59
Quadro 10 – Disposição dos Conselheiros da GM	62
Quadro 11 – Resumo da análise da governança corporativa da GM pela metodologia do Indicador CEPAL	63
Quadro 12 – Disposição dos Conselheiros do BNY Mellon	65
Quadro 13 – Resumo da análise da governança corporativa do BNY Mellon pela metodologia do Indicador CEPAL	66
Quadro 14 – Estrutura do Conselho da Petrobras	70
Quadro 15 – Resumo da análise da governança corporativa da Petrobras pela metodologia do Indicador CEPAL	70
Quadro 16 – Composição do Conselho de Administração da Gerdau	75
Quadro 17 – Resumo da análise da governança corporativa da Gerdau pela metodologia do Indicador CEPAL	76
Quadro 18 – Composição do Conselho de Administração da Braskem	80
Quadro 19 – Resumo da análise da governança corporativa da Braskem pela metodologia do Indicador CEPAL	81
Quadro 20 – Resumo da análise da governança corporativa da holding pela metodologia do Indicador CEPAL	84

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo da ofertas primárias de ações e debêntures no Brasil, em bilhões ..	14
Tabela 2 – Origens dos financiamentos da ExxonMobil	51
Tabela 3 – Percentual de propriedade dos principais acionistas da Nucor	56
Tabela 4 – Relação de emissões de títulos da Nucor	57
Tabela 5 – Estrutura acionária do BNY Mellon	64
Tabela 6 – Estrutura de propriedade da Petrobras	67
Tabela 7 – Histórico de emissões de debêntures da Petrobras	68
Tabela 8 – Endividamento da Gerdau quanto à natureza e prazos de vencimentos	75
Tabela 9 – Emissões de debêntures da Braskem	79
Tabela 10 –Resultado da análise pela metodologia do Indicador CEPAL	87

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1 Importância do tema e problema de pesquisa	10
1.2 Justificativa da pesquisa	14
1.3 Objetivos geral e específicos	16
1.4 Estrutura da dissertação	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 Governança corporativa: Histórico e mecanismos	18
2.1.1 Governança corporativa nos Estados Unidos	26
2.1.2 Governança corporativa no Brasil	29
2.2 Emissão de títulos de dívida: Conceitos	34
2.2.1 Emissão de títulos nos Estados Unidos	36
2.2.2 Emissão de títulos no Brasil	38
3. METODOLOGIA	41
3.1 Classificação da pesquisa, da amostra e dos dados	41
3.2 Indicador CEPAL	44
3.3 Tratamento das diferenças conceituais entre Estados Unidos e Brasil.....	47
3.4 Tratamento de informações contraditórias	49
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	50
4.1 ExxonMobil	50
4.2 Nucor	55
4.3 General Motors	60
4.4 Bank of New York Mellon	63
4.5 Petrobras	67
4.6 Gerdau	73
4.7 Braskem	77
4.8 Itaú Unibanco Holding	82
4.9 Análise multicasos	86
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	93
REFERÊNCIAS	98
APÊNDICES	105

1. INTRODUÇÃO

1.1 Importância do tema e problema de pesquisa

A realidade em que o mercado de capitais está inserido, em muito se difere da perfeição cujo ideal seriam agentes, contratos e informações perfeitos. Considerar que os agentes são perfeitos significa afirmar que administradores e acionistas controladores sempre tomam decisões priorizando os interesses dos investidores em detrimento de seus próprios benefícios. Julgar um contrato perfeito implica assumir que todas as cláusulas estão abordadas e todas as contingências previstas, bem como determinadas as ações corretivas para essas contingências. E por fim, considerar a perfeição das informações sugere que todos os *stakeholders* e *shareholders* tenham a mesma qualidade e quantidade de informações e a mesmas condições para analisá-las (DE PAULA, 2009).

Mesmo em um ambiente imperfeito, caracterizado por desconfianças e riscos, torna-se necessário o investimento de recursos, por parte de poupadores, em empresas que os utilizam para o financiamento de suas atividades. Dessa forma, a captação de recursos de terceiros e a disponibilização de recursos próprios compõem a estrutura de capital das empresas. De Paula, Ribeiro e Almeida (2012, p. 66) afirmam que “com recursos próprios, as sociedades anônimas (S.A.) podem financiar suas atividades ofertando ações no mercado, atraindo mais sócios.” Por outro lado, a emissão de títulos de dívidas ou utilização de empréstimos bancários ou fontes de financiamento constituem o capital de terceiros.

Neste contexto de incertezas, práticas de governança corporativa tem um papel vital para o desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, desenvolvimento econômico dos países. Neste trabalho, o conceito de governança corporativa adotado é o de Shleifer e Vishny (1997), que definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos que objetivam assegurar aos investidores – credores ou acionistas, o retorno máximo de seus investimentos pela mitigação do conflito entre os agentes.

As empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa tendem a agregar maior credibilidade aos seus negócios na medida em que fornecem aos seus credores mecanismos que lhes assegurem proteção superior e minimizem o risco de não pagamento (ou *default*), no caso das debêntures. Conseqüentemente, empresas com maior credibilidade tendem a possuir melhores oportunidades de captação de recursos

externos (NAKAYASU, 2006; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012).

A adoção de boas práticas de governança corporativa traz vantagens adjacentes ao negócio, conforme salientam Andrade e Rossetti (2004), pois evita o abuso de poderes, erros estratégicos, gestão deficiente e fraudes contábeis. Por outro lado, promove a confiança nas negociações, o aumento de recursos destinados ao mercado de capitais e, conseqüentemente, a expansão econômica e o desenvolvimento local. Em contrapartida, a manutenção de mecanismos de governança corporativa envolve os custos de agência, ou seja, os gastos decorrentes do monitoramento da gestão da empresa, elaboração e estruturação dos contratos e divulgação de informações (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Se de um lado a aderência aos padrões de governança corporativa possibilita uma melhor avaliação da firma e, conseqüentemente, oportunidades de captação de recursos externos a custos mais baixos (SILVEIRA, 2005; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), é importante destacar que, por outro lado, conforme alerta Pereira (2013), algumas empresas optam pelo financiamento local, via endividamentos com bancos, mesmo a custos mais altos, para não alterarem suas práticas de governança. Os custos diretos e indiretos para a emissão de títulos e a manutenção de uma empresa no mercado acionário, bem como os próprios custos de governança corporativa, também são fatores desmotivadores (LEAL; SAITO; 2003).

O mercado de capitais, no contexto mundial, apresenta conseqüências da abertura da economia como um todo, o que possibilitou às transações financeiras ultrapassarem os limites nacionais. Peixoto, Forti e Santiago (2009, p. 3) sinalizam que a “abertura financeira trouxe consigo a possibilidade de que os investidores internacionais comprassem papeis nacionais diretamente no país e também nos mercados financeiros internacionais.” Neste sentido percebe-se tanto um expressivo aumento no volume de ações negociadas em bolsa quanto aquecimento no mercado de debêntures (SILVA; SANTOS; TORRES; FERREIRA, 2009). Posto isto, evidencia-se o interesse de investidores em aplicar os recursos excedentes em outros países, porém torna-se necessária a garantia de seus investimentos em empresas idôneas, transparentes e principalmente com capacidade de devolver o capital investido de forma justa.

No ambiente norte-americano, as debêntures possuem significativa importância no mercado de capitais. Em 2013 o comércio de debêntures representou 1,4 trilhões de

dólares, responsável por 25% do total dos 6,67 trilhões de dólares transacionados nas emissões de títulos de longo prazo (SIFMA, 2014).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo Relatório Anual de 2012 (CVM, 2012, p. 35), afirma que “as debêntures constituíram-se na principal fonte de captação de recursos para as empresas em 2012”. Além disso, as debêntures constituem uma fonte alternativa de diversificação de carteiras que apresenta retornos mais elevados que títulos indexados de curto prazo (CVM, 2012).

Considerando a questão da governança corporativa nas empresas latino-americanas e a sua relevância no mercado financeiro, a Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL), em conjunto com o Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) desenvolveram um esforço para melhorar a governança corporativa mediante uma gestão eficiente dos riscos e controle dos projetos locais e internacionais (NÚÑEZ; ONETO; DE PAULA, 2009).

Uma das consequências desse esforço foi a criação de uma ferramenta para mensurar os níveis de riscos da governança corporativa e dos controles internos relacionados especificamente aos processos de emissão desses títulos. O objetivo principal desse indicador consiste em identificar as deficiências das firmas analisadas e padronizar as boas práticas de governança corporativa nos países da América Latina e Caribe e, conseqüentemente, promover o desenvolvimento do mercado de capitais, na medida em que diminui o risco percebido nas emissões de dívidas. Empresas brasileiras, colombianas, peruanas, chilenas e mexicanas foram analisadas segundo essa metodologia (GALINDO, 2012).

O mercado de debêntures norte-americano apresenta significativos contrapontos em relação ao Brasil. Em primeiro lugar, os volumes de recursos captados pela emissão desses títulos nos EUA são substancialmente maiores quando comparados ao mercado brasileiro. Em 2013 o total de debêntures negociadas no mercado de capitais norte-americano (US\$ 1.410 bilhões) correspondeu a cinquenta vezes o volume de debêntures comercializadas no Brasil (US\$ 28 bilhões). Em segundo lugar, pela maturidade do mercado de capitais nos EUA. Em 1893, no Brasil, o Decreto 177-A normatizava os empréstimos por debêntures, enquanto nesse período as debêntures norte-americanas já se caracterizavam por apresentar garantias e possibilidade de conversão em ações (ROZENBAUM, 2004; ANDIMA, 2008; SIFMA, 2014). A Figura 1 apresenta os saldos de títulos de dívidas internacionais de empresas não-financeiras, em bilhões de

dólares, em dezembro de cada ano, dos EUA e dos países analisados segundo a metodologia CEPAL. Os saldos de dívidas internacionais foram considerados uma vez que não existem dados disponíveis para as dívidas nacionais para os Estados Unidos.

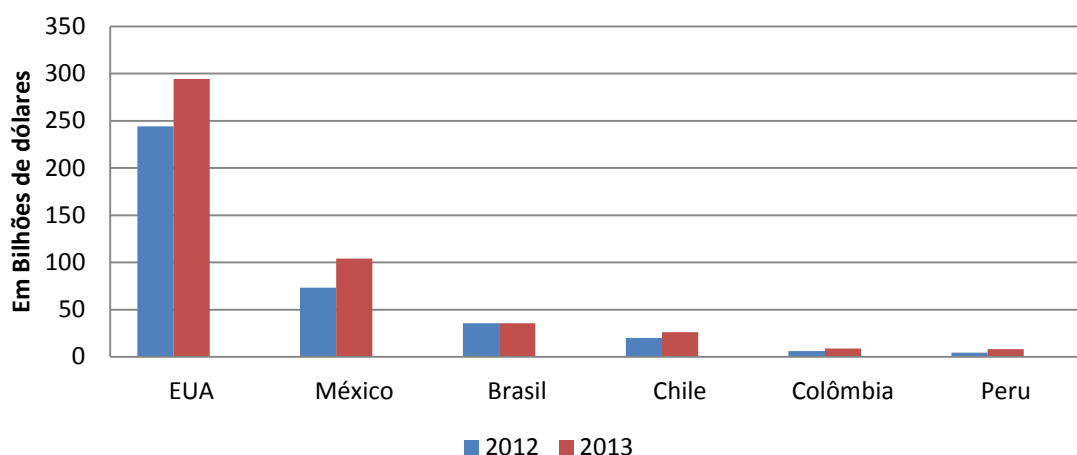


Figura 1: Saldo de títulos de dívidas internacionais em dezembro de 2012 e 2013, de empresas não-financeiras dos países analisados segundo a metodologia CEPAL.

Fonte: Bank for International Settlements (BIS). Disponível em: http://www.bis.org/statistics/r_qa1409_hanx11d.pdf

Neste sentido, comparar as diferentes práticas de governança corporativa no processo de emissão de títulos dos dois países pode sinalizar oportunidades de aperfeiçoamentos nas empresas brasileiras e demais países localizados na área de influência da CEPAL. Ademais, conforme Rogers, Ribeiro e Securato (2006) com a abertura dos mercados evidencia-se uma forte relação entre o desempenho dos mercados de capitais internacionais e domésticos e, no caso do Brasil, ocorre forte influência das variações do mercado de capitais estadunidenses.

Considerando a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do Brasil e dos Estados Unidos, o papel da governança corporativa para minimizar os efeitos dos conflitos de interesses entre os agentes, o crescimento das emissões de títulos nos dois países e a proposta do indicador CEPAL, o problema de pesquisa deste trabalho é: **Qual o padrão dos mecanismos de governança corporativa, no processo de emissão de títulos de dívidas, nas empresas selecionadas dos Estados Unidos e do Brasil, segundo a metodologia CEPAL?**

1.2 Justificativa da pesquisa

De forma geral, os trabalhos envolvendo o tema governança corporativa, no Brasil, são relativos ao mercado acionário (SILVEIRA, 2005; ANDRADE; SALAZAR; CALEGÁRIO; SILVA, 2009; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Poucas pesquisas acadêmicas consideram o mercado de debêntures (SHENG, 2005). A baixa liquidez no mercado secundário, o número limitado de empresas emissoras destes títulos no mercado primário e a dificuldade na obtenção dos dados são fatores desmotivantes às pesquisas relativas ao mercado brasileiro de debêntures (SILVA *et al* 2009). Em contrapartida, o volume de negociações de debêntures supera o volume de ações, na última década, conforme Tabela 1, além de se caracterizar por uma fonte de financiamento mais estável.

Tabela 1 – Resumo da ofertas primárias de ações e debêntures no Brasil, em bilhões

	Debêntures (Bilhões)	Ações (Bilhões)
2004	9,6	9,1
2005	41,5	14,1
2006	69,5	31,3
2007	48,1	75,5
2008	24,0	34,9
2009	27,6	47,1
2010	52,3	150,3
2011	48,5	19,0
2012	88,4	14,3
2013	66,1	23,9
Total Acumulado	475,6	419,5

Fonte: ANBIMA, dados extraídos do site <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>, acesso em 23/05/2014

No caso dos Estados Unidos, a negociação de debêntures era tida como arriscada até a década de 80, mas o lançamento de uma debênture conversível pela IBM - *International Business Machine*, em 1984, com uma classificação de risco AAA sinalizou oportunidades para empresas com bom crédito baixarem os custos de captação. Desde então, empresas norte-americanas com variadas classificações de *ratings* emitem debêntures, no mercado internacional, inclusive, como forma de expandirem seus investimentos (ROZENBAUM, 2004).

No Brasil, a estabilidade do ambiente econômico após o plano real e os constantes esforços das agências regulatórias, tais como a CVM, a Associação Nacional

das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) possibilitaram a expansão do mercado de debêntures no Brasil, uma forma de investimento com maiores rentabilidades que a poupança e com riscos menores, em se tratando de volatilidade, do que o mercado acionário.

De acordo com Rogers (2006), “todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes”. Sendo assim, torna-se interessante comparar a relação entre a governança corporativa e a emissão de títulos em um país desenvolvido com outro país em desenvolvimento.

Outra importante consideração recai no fato de que pesquisas na área de governança corporativa e emissão de títulos consideram predominantemente abordagens quantitativas, caracterizadas por grandes amostras (JOHN; LYNCH; PURI, 2003; ASHBAUGH-SKAIFEA; COLLINS; LAFOND, 2006; SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007). Este trabalho se diferencia por possuir uma amostra menor, possibilitando a investigação em profundidade dos padrões dos mecanismos de governança das empresas estudadas. Por exemplo, em um trabalho que considera uma grande amostra, ao se analisar a independência dos membros do conselho de administração, observa-se a informação divulgada pelos gestores nos formulários de referência e ela é tida como a verdadeira, dada a dificuldade em investigar a veracidade de todas as informações em uma base de dados relativamente grande. Já no trabalho com amostra reduzida, é possível atribuir um caráter investigativo, analisando a qualidade da independência do conselheiro, se é um ex-administrador ou um executivo de empresas coligadas ou ainda se existe grau de parentesco.

Outro aspecto é que as pesquisas que relacionam governança corporativa e qualidade de crédito apresentam resultados contraditórios. É esperado que empresas com melhores mecanismos de governança corporativa apresentem melhores classificações nos *ratings* de crédito (SAITO; SHENG; BANDEIRA, 2007), porém algumas pesquisas, como é o caso de Silva *et al* (2009), a relação é contrária ao esperado. Na conclusão dos autores, a partir de uma análise das emissões de debêntures brasileiras em 2007, evidenciou-se que quanto maior o valor medido pela variável de governança pior é o *rating* das debêntures.

O trabalho de La Porta, Lopes-De-Silanes, Shleifer, Vishny (2002) concluiu que a proteção dos credores pelo sistema legal é fundamental para compreender as diferenças nos padrões de finanças corporativas dos países. Dessa forma, os países sob o

regimento de Lei Comum, como por exemplo, os Estados Unidos, apresentam como características: forte proteção dos investidores externos, regras feitas por juízes e baseadas nas regras gerais, expropriação limitada e dever fiduciário mais protetor. Já os países com o sistema de Lei Civil apresentam fraca proteção aos investidores externos, regras feitas por legisladores, isenção dos tribunais nas operações de auto-negociação e expropriação causada por oportunidades nas leis.

Ademais, as diferenças referentes ao controle de propriedade e gestão nas firmas classificaram os sistemas de governança corporativa em dois principais grupos: sistema *outsider*, típica gestão anglo-saxônica, com proprietários dispersos e fora do comando diário das operações da companhia e sistema *insider*: comum na Europa Continental, Japão e Brasil, com grande concentração de proprietários, presentes no comando das operações diárias diretamente ou por indicação de pessoas na administração (IBGC, 2014).

Considerando as diferenças sinalizadas quanto à governança corporativa dos dois países, a relevância deste trabalho se justifica, também, por identificar se há defasagem dos padrões dos mecanismos de governança corporativa e a sua medida nos processos de emissão de títulos de dívidas das empresas selecionadas.

1.3 Objetivos geral e específicos

O objetivo principal do trabalho é analisar os padrões dos mecanismos de governança corporativa, no processo de emissão de títulos de dívidas, nas empresas selecionadas dos Estados Unidos e do Brasil, segundo a metodologia CEPAL.

Adicionalmente, em termos de objetivos específicos, pretende-se conhecer o processo das emissões de títulos corporativos nos dois países e a classificação de riscos das empresas selecionadas.

No que se refere à governança corporativa, pretende-se analisar em profundidade a documentação disponível de informações financeiras, estatutos, relatórios anuais, comparar as práticas de governança entre as empresas norte-americanas e brasileiras, analisar as principais deficiências dos dois países, mensurar a aderência das práticas de governança com a metodologia CEPAL e sinalizar oportunidades de padronização dessas práticas, quando aplicável.

1.4 Estrutura da dissertação

Esta dissertação está estruturada em cinco partes. A introdução contextualiza a importância do tema, o problema de pesquisa, a justificativa do trabalho e os objetivos geral e específicos.

A segunda seção apresenta uma revisão teórica da governança corporativa, com seu histórico e mecanismos, a governança corporativa nos EUA e Brasil e o processo de emissão de títulos de dívida nos dois países.

A terceira parte refere-se à metodologia do estudo, à classificação da pesquisa, aos critérios de seleção da amostra, ao indicador CEPAL e ao tratamento das informações. A quarta seção descreve a análise das empresas selecionadas e os resultados obtidos.

Por fim, a quinta seção apresenta as considerações finais da pesquisa, as contribuições, as limitações e as sugestões para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança corporativa: Histórico e mecanismos

As discussões e estudos em torno da problemática da governança corporativa foram potencializados a partir da década de 90, com o aumento da globalização e ocorrência de escândalos envolvendo falhas de governança. Entretanto, a literatura indica que a preocupação com a proteção dos interesses dos proprietários, principal razão de ser da governança corporativa, remonta milênios anteriores (SAITO; SILVEIRA, 2008, PEIXOTO, 2012, IBGC, 2014).

Remete-se a Berle e Means (1932) a autoria dos princípios que fundamentam o atual conceito de Governança Corporativa. A publicação do livro *The Modern Corporation and Private Property* desses autores trouxe à tona a relação entre estrutura de propriedade e performance das empresas e deu início aos debates sobre possíveis conflitos de interesses entre os proprietários (ou acionistas) da organização e seus gestores (ou executivos). Berle e Means (1932) identificaram a evolução das empresas e, conseqüentemente, as mudanças necessárias na gestão dessas instituições, conforme:

A moderna sociedade por ações [...] revolucionária em seus efeitos, colocou o patrimônio de numerosos indivíduos sob o mesmo controle único. Devido a essas transformações, o poder dos que se encontram no comando se ampliou bastante, e a situação dos interessados – trabalhador ou proprietários – se modificou radicalmente. [Assim] o proprietário que investe em uma companhia moderna, de tal forma entrega seu patrimônio aos que se encontram no comando da sociedade que a sua posição de proprietário independente se altera para a de simples recebedor de dividendos (BERLE; MEANS, 1932, p. 22).

Esse marco inicial, que descreve os diferentes (e por vezes antagônicos) interesses entre gestores e proprietários, foi aprimorado pelas contribuições de Jensen e Meckling (1976) e deu origem ao conceito da “Teoria das Agências”, reconhecido pela literatura como um divisor de águas na conceitualização do tema governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008; PEIXOTO, 2012).

Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência como o contrato sob o qual investidores delegam aos gestores, os quais denominaram respectivamente principais e agentes, a autoridade para gerenciar em seu nome. Os autores reconhecem que se ambas as partes tem interesse em maximizar a utilidade, as decisões do agente podem se beneficiar em detrimento dos interesses do principal. Os autores enfatizam

que os problemas de agência ocorrem nos diferentes níveis hierárquicos da organização e nas diferentes instituições tais como sociedades anônimas, empresas públicas, cooperativas e sindicatos.

Para minimizar os impactos decorrentes do conflito de agência, Jensen e Meckling (1976) argumentam a existência de custos de monitoramento e concessões contratuais e os definem como custos de agência. Para os autores a soma das despesas de monitoramento por parte do principal com as concessões de garantias contratuais por parte do agente e os custos residuais (perdas provenientes da diminuição de valor da firma em função de decisões tomadas pelo agente que não maximizaram a riqueza do principal) contabilizam os custos de agência.

Ao comparar o comportamento de um administrador que detém integralmente os direitos residuais de uma empresa, em relação ao administrador-proprietário que vende parte desses direitos a terceiros, Jensen e Meckling (1976) introduzem o termo e as discussões acerca da estrutura de propriedade. Os pesquisadores advogam que o incentivo em apropriar-se de recursos corporativos em benefícios próprios aumenta na medida em que diminui a parcela do capital próprio e consequentemente os direitos sobre os resultados.

A pesquisa de Shleifer e Vishny (1997) inicia-se com o questionamento de como garantir que investidores não serão lesados pela distribuição incorreta de lucros, pelos possíveis desvios de capital por parte dos gestores e pelas aplicações do dinheiro em maus projetos. Neste sentido definem a governança corporativa como um conjunto de mecanismos para assegurar aos investidores e credores o retorno dos seus investimentos.

Os autores acima partem do pressuposto do conflito de agência e enumeram quatro problemas potenciais nas empresas. Primeiramente, reconhecem a inexistência de um contrato perfeito e a dificuldade da interpretação e julgamento de assuntos corporativos nos tribunais, em especial nos EUA. Em segundo lugar, enumeram possibilidades de expropriação gerencial, como por exemplo, venda de produtos ou ativos por menores preços a empresas de propriedade do gerente. Em decorrência da possibilidade de expropriação, os autores salientam o custo com contratos de incentivos, o que inclui remuneração e bônus, para coibir as práticas de benefício próprio dos gestores em detrimento dos acionistas. Por fim, evidenciam a existência do custo de agência, principalmente pela interferência de maus gestores na diminuição dos ativos das firmas (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os pesquisadores acima discutem ainda a proteção legal dos investidores minoritários e a concentração de propriedade no mercado global. Concluem que a proteção legal é um importante elemento para o amadurecimento das práticas de governança, e que países com sistemas legais fortes apresentam sistemas de gestão mais desenvolvidos, como é o caso dos Estados Unidos, Alemanha e Japão. A concentração de propriedade também é um fator limitante ao desenvolvimento da governança corporativa. Os autores evidenciam que os custos de agência em propriedades concentradas são maiores e que a resistência dos Estados Unidos aos grandes investidores tem impulsionado a evolução da governança corporativa no país (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

La Porta *et al* (2002) advogam a importância do sistema legal e da aplicação das leis (*enforcement*) como um elemento eficiente de proteção aos investidores da expropriação de gestores oportunistas. Os autores concluíram que a proteção dos acionistas e credores pelo sistema legal é fundamental para compreender as diferenças nos padrões de finanças corporativas dos países e porque alguns países possuem mercados de capitais mais desenvolvidos que outros.

Os autores acima agruparam os sistemas legais em basicamente dois tipos: Lei Comum e Lei Civil. Os países sob o regimento de Lei Comum apresentam como características, forte proteção dos investidores externos, regras feitas por juízes e baseadas nas regras gerais, expropriação limitada e dever fiduciário mais protetor, como por exemplo, os Estados Unidos. Já os países com o sistema de Lei Civil apresentam fraca proteção aos investidores externos, regras feitas por legisladores, isenção dos tribunais nas operações de auto-negociação e expropriação causada por oportunidades nas leis. Nos países com forte proteção legal decorre a existência de jurisdições que protegem os credores para lidar com processos de falência (*default*) e reorganizações. Essas garantias incluem medidas para reaver seus investimentos e proteger os direitos dos credores, dificultando às empresas devedoras buscarem proteção judicial em reorganização (LA PORTA *et al*, 2002).

O trabalho de Kapler e Love (2002), cujo objetivo era mensurar a qualidade da governança corporativa em catorze países emergentes, corroborou com os resultados de La Porta *et al* (2002) e identificou ainda que melhores práticas de governança corporativa correlacionam-se significativamente com melhor desempenho operacional e maior valorização dos ativos. A importante contribuição do estudo, no entanto, foi evidenciar que o nível da qualidade da governança corporativa tende a ser mais

relevante em países com sistemas jurídicos fracos, o que sugere que as corporações tendem a compensar parcialmente as leis e execuções fracas, pela aplicação de mecanismos de governança corporativa capazes de proporcionar maior credibilidade aos investidores.

Nesta perspectiva, Carvalho (2002) salienta as diferenças nos modelos mundiais de governança corporativa. Segundo o autor, o paradigma de Berle e Means (1932) é característica dos EUA e Grã-Bretanha, em que o conflito de agência ocorre entre acionistas e administradores. Nos outros países, o acionista majoritário escolhe os seus administradores e os gerencia. O conflito de interesses ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, principalmente em decorrência da assimetria informacional.

Em razão dessas diferenças, os sistemas de governança corporativa no mundo são classificados em basicamente dois grupos: 1) *Outsider System*: típico sistema de governança anglo-saxão, com proprietários dispersos e predominantemente fora do comando diário das operações da companhia, e 2) *Insider System*: comum na Europa Continental e no Japão com grande concentração de proprietários, presente diretamente no comando das operações diárias ou via pessoas de sua indicação (IBGC, 2014).

Com relação ao marco inicial da governança corporativa no mundo, a publicação do Relatório Cadbury, em 1992, é considerado o ponto de partida. O documento com recomendações formais de boas práticas foi elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury e surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980 (IBGC, 2014).

No Relatório de Cadbury (1992, p. 14) a governança corporativa é definida como “o sistema pelo qual as empresas estão dirigidas e controladas”, em que o conselho de administração tem a responsabilidade de garantir a gestão nas suas empresas. As decisões do conselho incluem a criação de objetivos estratégicos, a liderança para efetivá-los, a fiscalização dos negócios e a disponibilização dos relatórios aos investidores. O comitê enfatiza ainda que as ações dos conselheiros estão sujeitas às leis e aos regulamentos da assembleia geral (CADBURY REPORT, 1992).

Embora as definições acerca de governança corporativa possuam diferentes ópticas, a literatura indica um senso comum entre todas elas: a tentativa de mitigar os efeitos da “Teoria das Agências” e o objetivo principal de defender os interesses dos investidores sejam eles acionistas ou credores (CADBURY REPORT, 1992, SHLEIFER; VISHNY, 1997, SAITO; SILVEIRA, 2008; PEIXOTO, 2012).

Segundo Correia, Amaral e Louvet (2011) a qualidade da governança corporativa é decorrente de seus mecanismos, ou fatores, constitutivos. Entende-se por mecanismos, práticas corporativas com intuito de minimizar os conflitos de interesse entre os agentes. Os autores consideraram em seu trabalho os mecanismos: 1) composição do conselho de administração, 2) estrutura de propriedade e controle, 3) modalidades de incentivo aos administradores, 4) proteção aos acionistas minoritários e 5) transparência.

Outros pesquisadores, como Andrade e Rossetti (2004) consideram mecanismos mais abrangentes de governança corporativa tais como: objetivos dos acionistas empreendedores; relações acionistas-conselho-direção; mecanismos de redução de oportunismos conflitantes com o propósito de maximização da riqueza dos acionistas; estrutura de regulação e de fiscalização das ações corporativas; estrutura consultiva, deliberativa e de comando; processo de formulação e execução da estratégia; sistema de gestão, de controle e de aferição de resultados; sistemas de informações relevantes às partes interessadas; padrões de atendimento aos direitos das partes interessadas; e sistemas de manutenção dos ativos tangíveis e intangíveis da empresa.

No que tange à transparência de informações contábeis, o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) consistiu em mensurar a qualidade das informações divulgadas e em relacioná-las com o sistema legal de proteção dos investidores, o *enforcement* legal, a maturidade do mercado e a concentração de propriedade. Os autores consideraram a manipulação dos lucros (*Earnings Management* – EM) como *proxy* para quantificar a transparência. A metodologia consistiu em mensurar quatro dimensões de manipulação dos resultados. A primeira dimensão é a suavização dos lucros operacionais, calculada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional. A segunda dimensão representa a correlação entre as alterações nos componentes contábeis (*accruals*) com o fluxo de caixa operacional. A terceira dimensão demonstra a magnitude calculada pela razão entre as variações das contas (*accruals*) em número absoluto pelo valor absoluto do fluxo de caixa. Por fim, a quarta dimensão reflete o gerenciamento de pequenas perdas. A partir de uma média aritmética entre as quatro medidas individuais, os autores classificaram o grau de gerenciamento de resultados dos países e agruparam em três *clusters*. A pesquisa evidenciou que o gerenciamento de resultados diminuiu no grupo de países com forte proteção legal dos investidores, limitando a capacidade dos gestores em adquirir benefícios privados de controle.

Na tentativa de melhorar a governança corporativa e consequentemente o desenvolvimento do mercado de capitais, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lista como prioridades no processo de reforma da governança as seguintes práticas: (1) tratamento adequado aos direitos de voto, (2) tratamento justo de acionistas em hipótese de mudança no controle societário, (3) garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento da divulgação, (4) desenvolvimento de conselhos eficientes, (5) aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica e reguladora e (6) cooperação contínua em âmbito regional (OCDE, 2014).

Com esse mesmo intuito, porém considerando a importância do mercado de títulos de dívidas no cenário financeiro, a CEPAL, o CAF e o BID desenvolveram um esforço para melhorar os mecanismos de governança corporativa especificamente para os processos de emissão de títulos de dívida. Uma das consequências desse projeto foi o trabalho de Galindo (2012), que se propôs a elaborar um indicador para mensurar os padrões dos mecanismos da governança nos países da América Latina, de forma a incentivar a padronização e a melhoria da gestão pela minimização dos riscos e eficiência dos controles internos.

A elaboração desse índice, doravante denominado **Indicador CEPAL**, considera as diretrizes e as melhores práticas reconhecidas por instituições regulatórias e organizações, com o objetivo principal de identificar as deficiências das empresas analisadas e de padronizar as práticas de governança nos países membros da CEPAL. Essa padronização tem por finalidade promover o desenvolvimento dos mercados de capitais, na medida em que diminui o risco percebido nas emissões de dívidas. Dessa forma, são consideradas na análise do Indicador CEPAL as variáveis que reconhecidamente pela literatura ou baseadas na experiência do pesquisador, enquanto membro do conselho de administração e de comitês corporativos, afetam o grau de risco das emissões de dívidas públicas (GALINDO, 2012).

Galindo (2012) considera quatro categorias de agrupamento dos padrões: 1) o papel e as responsabilidades assumidas pelos conselheiros da administração, 2) a estrutura do conselho, 3) os comitês corporativos para minimizar o risco do negócio e, 4) a evolução do desempenho dos conselhos. O pesquisador alerta para o fato de que não existe grau de cumprimento para os padrões estabelecidos, ou seja, a pontuação é binária para todas as questões: possui ou não possui.

Segundo o autor:

A conformidade, em conjunto, promove uma boa GC e divulgação oportuna e precisa de informações relevantes, o funcionamento eficaz do sistema de controle interno e um comportamento responsável no que diz respeito à emissão de títulos de dívida. Em alguns dos padrões poderá perceber uma relação direta, como no caso relativo ao funcionamento do Comitê de Riscos. Em outros, a relação não é necessariamente direta, mas relevante, como a seleção de diretores do Conselho de Administração, uma vez que a nomeação indevida de membros aumenta a probabilidade de que o desempenho na emissão de dívida seja ruim (GALINDO, 2012, p.33).

O presente trabalho adota a metodologia proposta por Galindo (2012), ou seja, o Indicador CEPAL, cujos mecanismos considerados são descritos na sequência.

Papel do Conselho de Administração

Na definição de Andrade *et al* (2009, p. 6) o conselho de administração atua “como órgão intermediário entre acionistas e administradores”, e tem o papel, conforme Hermalin e Weisbach (2003), de garantir os interesses dos acionistas, ajudando na resolução dos conflitos de agência.

O papel do conselho de administração é amplo, engloba desde ações relacionadas à gestão dos executivos, tais como contratar e demitir gestores, supervisionar seu desempenho destes e garantir-lhes uma remuneração compatível, até gestão estratégica da empresa, como a definição dos objetivos operacionais e de responsabilidade social e o cumprimento desse planejamento (HERMALIM; WEISBACH, 2003, ANDRADE *et al*, 2009, GALINDO, 2012).

No indicador CEPAL são avaliadas as informações do papel do conselho de administração relativas a: 1) deveres do conselho, 2) mecanismos eficazes para assegurar a disponibilidade de informações relevantes sobre ativos e dívidas, 3) autoridade para decidir sobre o planejamento estratégico da empresa, gestão de executivos, remuneração e endividamento da empresa e 4) papel de administrar, dirigir e monitorar a corporação.

Estrutura do Conselho de Administração

No que tange à estrutura do conselho de administração, o Indicador CEPAL considera três aspectos: 1) o tamanho do conselho, 2) o percentual de conselheiros independentes e 3) a independência do presidente do conselho, ou seja, o presidente do conselho de administração é um conselheiro externo sem vínculo ou interesses na empresa.

A pesquisa de Andrade *et al* (2009) objetivou identificar a relação entre a estrutura do conselho com o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Os autores evidenciaram que a quantidade de conselheiros é positivamente relacionada com o desempenho operacional e o valor de mercado. A independência do conselho de administração foi identificada como um eficiente mecanismo para melhorar o desempenho das empresas, mas somente naquelas que não possuíam altos níveis de endividamento.

Comitês Corporativos

De acordo com Galindo (2012) a “importância dos comitês corporativos deriva das tarefas e responsabilidades que assumem.” Neste sentido, o Indicador CEPAL procura mensurar a autonomia e a independência da atuação dos comitês pelas regras explícitas nos regimentos do conselho administrativo. Os comitês considerados no Indicador são: 1) comitê de auditoria, 2) comitê de investimento em ativos financeiros, 3) comitê de financiamento corporativo e 4) comitê de riscos.

Em todos os comitês é sugerido que a liderança seja realizada por um Conselheiro independente e que os membros participantes sejam competentes para atuarem no comitê em que estão alocados. No caso do comitê de auditoria, as preocupações são referentes aos processos de auditoria e ao controle das informações (GALINDO, 2012).

Evolução de Desempenho dos Conselhos

O acompanhamento do desempenho do conselho de administração é fundamental para garantir o alinhamento com os objetivos propostos e para corrigir as deficiências. O processo de monitoramento da evolução do conselho de administração deve ser sistematizado em documentos e executado formalmente em periodicidade definida (GALINDO, 2012).

O pesquisador alerta para o fato de que um eficiente sistema de governança corporativa implica custos para as empresas e a avaliação de desempenho do conselho de administração permite: 1) visualizar a relação custo-benefício entre a manutenção do conselho e o desempenho gerado decorrente da sua instalação e 2) garantir a normatização da estrutura, integração e funcionamento do conselho e dos comitês corporativos.

Dessa forma, um conselho é oportuno somente quando suas ações geram rendimentos concretos em níveis superiores aos custos totais da sua manutenção, ou seja, quando efetivamente diminui os riscos percebidos, promove melhores captações de recursos financeiros, elimina possibilidades de expropriações e maximiza retorno ao acionista (HERMALIM; WEISBACH, 2003, ANDRADE *et al*, 2009).

2.1.1 Governança corporativa nos Estados Unidos

A história da governança corporativa nos Estados Unidos ocorre em paralelo com a de outros países desenvolvidos. No mesmo ano da publicação do relatório de Cadbury (1992) foi divulgado pela General Motors (GM), nos EUA, o primeiro código de governança denominado “Diretrizes de Governança Corporativa”. Dois anos depois uma pesquisa realizada pela CalPERS (*Califórnia Public Employees Retirement System*) constatou que mais da metade das grandes corporações norte-americanas possuíam manuais de recomendações de governança corporativa (IBGC, 2014).

Uma importante diferença dos EUA em relação aos países latino-americanos refere-se à estrutura patrimonial das grandes empresas. De forma geral, a sociedade anônima estadunidenses tem ações diluídas entre diversos investidores, caracterizando uma separação entre propriedade e gestão. Tal característica remete ao paradigma clássico de Berle e Means, cujo conflito de agência ocorre entre os administradores que podem abusar da delegação de autoridade concedida pelos acionistas em prol de benefícios próprios em detrimento da maximização de riquezas do acionista. (DE PAULA, 2009).

O artigo de Lipton e Lorsch (1992) propunha melhorias de governança implementadas voluntariamente pelas organizações sem depender de imposições legais ou determinações de órgãos regulatórios, tais como a Security Exchange Commission (SEC). A proposta consistia basicamente em limitar o tamanho do conselho, manter independência de metade dos conselheiros, aumentar o tempo gasto da diretoria tratando problemas de governança, definir estratégias, avaliar executivos pelos *stakeholders* externos, monitorar o desempenho da empresa, divulgar informações, relatórios contábeis e procurações aos principais acionistas em caso de resultados insatisfatórios de longo prazo.

Nos anos 2001 e 2002 as fraudes contábeis da empresa Enron, WorldCom, Tyco e outras empresas de destaque fragilizaram o sistema de governança corporativa dos EUA. Essas falhas e críticas serviram como catalisadoras da mudança legislativa pela

criação da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 (HOLMSTROM; KAPLAN, 2003), apelidada de SOX, que institui regras e regulamentações sobre o interesse público e a proteção dos investidores divididos em onze seções. A lei estabelece: a criação de um conselho com estrutura, qualificação, deveres e supervisão, a independência e responsabilidades das auditorias, a transparência dos relatórios financeiros, a proteção dos interesses públicos, os aspectos de remuneração dos gestores e as penalidades nos casos de fraudes na contabilidade ou atos de conspiração contra *shareholders* ou *stakeholders* (SARBANES-OXLEY ACT, 2002).

Aguilera (2005) realizou um levantamento sobre as implicações da instituição da Lei Sarbanes-Oxley e identificou que o aumento da responsabilidade das empresas impulsionou a confiança dos investidores e, conseqüentemente, o mercado de capitais. Parte desse aumento de confiança foi decorrente da atuação de investidores institucionais, principalmente a CalPERS, que, entre outras ações de proteção aos acionistas, veta a re-eleição dos administradores de qualquer empresa e exige maior transparência nas informações contábeis.

Nos EUA existe a prática do Plano de Opções de Compra de Ações, ou *Employee Stock Options Plans* (ESOP), que deveria alinhar os interesses de administradores e investidores na medida em que incentiva os gestores a decidirem em prol da perpetuidade e valorização da empresa. Observa-se, em alguns casos, o aumento do conflito, pois os executivos podem apresentar um desempenho superestimado de forma a inflar o valor das ações, vendendo-as por um preço acima do real. Em 2007, mais de 100 empresas norte-americanas foram investigadas por suspeita desse tipo de fraude e mais de 50 CEOs e conselheiros foram demitidos nos EUA (PEROBELLI; DE SOUZA LOPES; DI MICELI DA SILVEIRA, 2012; IBGC, 2014).

A crise financeira internacional de 2008 evidenciou sérios problemas na gestão de riscos das companhias norte-americanas e o papel dos conselheiros. De acordo com Núñez e Velloso (2009) a regulamentação do mercado de capitais é um “mosaico” de agências reguladoras, pois existem agências nos níveis federal e estadual. Essa fragmentação regulamentar propiciou um processo denominado de “arbitragem regulatória” que, em conjunto com a ineficiência dos órgãos fiscalizadores e analistas de riscos, acarretaram a crise de 2008.

As autoras acima elucidam a defasagem das ações regulatórias em relação às diferentes crises ocorridas nos Estados Unidos e às diferenças entre elas. Citam, como exemplo, a regulação federal bancária como resposta à crise decorrente da Guerra Civil,

a Reserva Federal para mitigar efeitos da crise monetária e Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) para garantir os depósitos após a Grande Depressão, conforme Quadro 1. No caso da crise de 2008 foram reveladas falhas simultâneas de duas partes. Uma parte, por responsabilidade das empresas que não tiveram a capacidade de questionar os riscos, a contabilidade, os princípios éticos e os impactos na economia global e outra parte, pelos órgãos reguladores que não tiveram condições de monitorar adequadamente as operações de risco. As autoras propõem três ações para recuperação da saúde do mercado financeiro nos EUA: liquidez, transparência e redução de contas.

Howson (2009) avalia a crise financeira dos EUA sob outra perspectiva. O autor afirma que o foco da crise decorreu das negociações arriscadas com “ativos tóxicos, ou seja, da troca de dívidas por outras dívidas mais arriscadas e de maior prazo, que comprometeram a capacidade de crédito mundial. O autor diferencia a crise de 2008 nos EUA de outras crises de confiança associadas às fraudes contábeis, como no caso da Enron e ressalta que seria um erro atribuir as causas da crise às falhas dos mecanismos de governança corporativa, justificando que a governança tem o papel de conciliar e de dirimir conflitos internos.

Agência reguladora	A quem supervisiona	Estado	Ano de criação	Fonte de financiamento
Officer of the Comptroller of the Currency	Bancos nacionais	Tesouro nacional	1863	Avaliações de bancos nacionais e lucros de investimentos, predominantemente de fontes do Tesouro.
Federal Reserve (FED)	Conglomerados bancários e bancos estatais	Sistema de banco central público e privado	1913	Rendimentos em bônus do governo, investimentos em moeda estrangeira, empréstimos de filiadas e taxas de serviço
Federal Deposit Insurance Corp.	Bancos estatais membros da FED	Agência independente	1933	Financiamento próprio
Securities and Exchange Commission	Firmas de corretagem e bolsa de valores	Agência independente	1933-1934	Congresso e recursos de avaliações

Commodity Futures Trading Commission	Mercado de opções futuras em bolsas	Agência independente	1974	Congresso
---	---	-------------------------	------	-----------

Quadro 1: Agências reguladoras vigentes nos EUA.

Fonte: Núñez e Velloso (2009, p. 109)

Ocorreram várias tentativas mundiais para recuperação da confiabilidade do mercado acionário, dentre elas, os Acordos de Basileia, que se referem às propostas específicas para instituições financeiras, embora a Lei Dodd-Frank tenha causado uma série de debates e polêmicas. Em resposta à crise de 2008, em 2010 a equipe de administração do presidente Obama propôs uma efetiva reforma a ser concretizada no Poder Legislativo em Julho de 2010. Julgada ambiciosa por sua cobertura e seus objetivos, a lei aborda aspectos de segurança sistêmica, regras para indicadores bancários, derivativos, responsabilidades das agências de *rating*, remuneração dos executivos e a regra de Volcker, considerada uma das mais radicais, pois impossibilita operações de especulação com preços dos ativos, uma vez que as instituições financeiras devem investir somente com seus próprios recursos, pelo menos em aplicações de alto risco (ANBIMA, 2011).

2.1.2 Governança corporativa no Brasil

No Brasil o marco inicial da governança corporativa é atribuído à própria fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA, em 1995, hoje conhecido por IBCG. Neste mesmo ano, ocorreu a publicação do Relatório Vienot, marco da governança na França.

Em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) lança oficialmente os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC): Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), e em seguida cria Índice de Governança Corporativa (IGC), cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. O quadro 2 apresenta os critérios exigidos para a integração nos diferentes níveis da BM&FBovespa.

	Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Percentual de ações em circulação (<i>free float</i>)	Mínimo de 25%	Mínimo de 25%	Mínimo de 25%	Não há
Características das ações emitidas	Permite ações ON e	Permite ações ON e	Permite ações ON e PN (com	Permite apenas ON

	PN	PN	direitos adicionais)	
Conselho de administração (mínimo de membros)	Três	Três	Cinco, com 20% independentes e mandatos de 2 anos	Cinco, com 20% independentes e mandatos de 2 anos
Presidência do conselho	Não há regra	Não há regra	Não há regra	Independente
Demonstrações financeiras em padrão internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON	80% para ações ON
Adoção da câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 2 – Exigências requeridas para integrar os NDGC da BM&FBovespa

Legenda: Ações Ordinárias (ON); Ações Preferenciais (PN); *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP); *Intenational Financial Reporting Standards* (IFRS).

Fonte: Peixoto (2012) e BM&FBovespa (2014)

A Figura 2 apresenta a trajetória das adesões das empresas aos NDGC. Desde a criação dos níveis diferenciados até o ano de 2013 evidencia-se, de forma geral, um significativo aumento de adesão em qualquer nível. A progressão é ainda maior quando comparada a adesão ao segmento Novo Mercado.

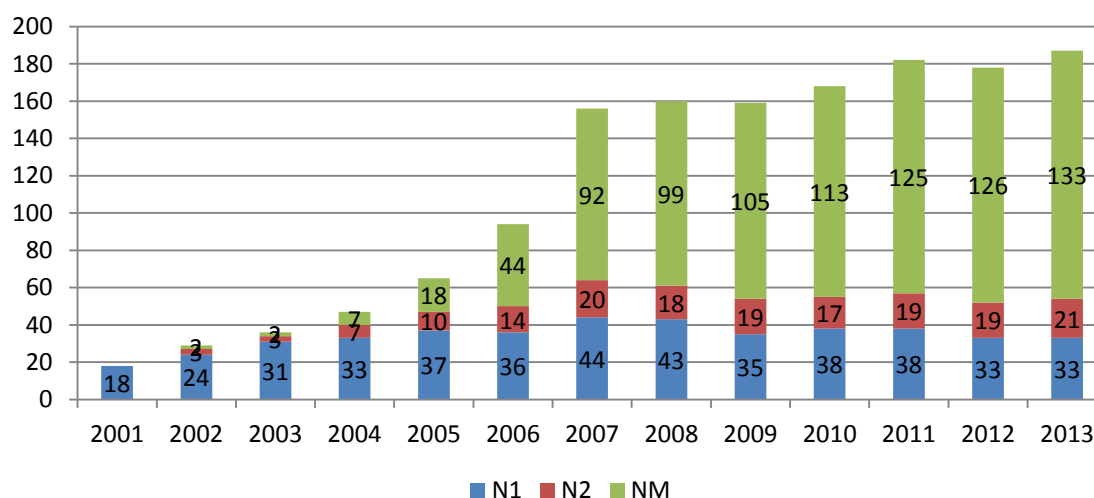


Figura 2 – Trajetória da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, período de 2001 a 2013

Fonte: BM&FBovespa (2014)

Em 2001 ainda ocorre a instituição da Lei 10.303, em reforma à Lei das Sociedades Anônimas, cujo objetivo principal era ampliar a proteção aos acionistas minoritários, ficando conhecida como “nova lei das S.A.s” (PEIXOTO, 2012). Essa lei altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (LEI 10303/2001). Dentre as principais reformas na lei destacam-se: a explicitação das regras de atuação no conselho fiscal, divulgação de informações para as assembleias, estabelecimento de regras mais rígidas para aquisições ou fechamentos de capital, regras de pagamento de dividendos, tratamento das assimetrias informacionais e regras para emissão, conversão e antecipação de debêntures (LEI 10303/2001; PEIXOTO, 2012).

Em junho de 2002, a CVM lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. A definição de governança corporativa adotada na cartilha a define como sendo:

... o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002).

As recomendações estão divididas em quatro capítulos com orientações sobre: 1) Transparência: recomendações para as assembleias, estrutura acionária e grupo de controle, 2) Estrutura e responsabilidade do conselho de administração, 3) Proteção a acionistas minoritários e 4) Auditoria e demonstrações financeiras (CVM, 2002).

Já o IBGC publicou em 2009 a quarta edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. A justificativa para a revisão decorre das mudanças no ambiente organizacional, do aquecimento do mercado de capitais, do aumento do número de empresas listadas da Bolsa, dos problemas de transparência em algumas organizações e da crise econômica mundial. O IBGC define, ainda, governança corporativa como sendo o:

Sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários,

conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2009).

Os princípios básicos propostos pelo código são transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. As recomendações estão agrupadas em seis capítulos: 1) Propriedade: votações, assembleias, transferência de controle e política de dividendos, 2) Conselho de administração: estrutura, qualificação, presidência, independência, remuneração dos conselheiros e relação com outras áreas, 3) Gestão: transparência, informações e política de remuneração dos gestores, 4) Auditoria Independente, 5) Conselho fiscal e 6) Conduta e conflito de interesses (IBGC, 2009).

Catapan e Cherobim (2010, p. 208) alertam para o tipo de conflito de agência existente nas firmas brasileiras. Neste caso, o conflito é comumente entre acionistas majoritários e minoritários, sendo esses últimos “excluídos do controle, consequentemente levando o majoritário a uma justaposição da propriedade e controle”. Para os autores, a inclusão de cláusulas de *tag along* ajuda a minimizar esse conflito.

Os pesquisadores De Paula, Ribeiro e Almeida (2012) analisaram a relação entre a governança corporativa de empresas brasileiras a partir da metodologia do Indicador CEPAL. Os autores compararam o Indicador CEPAL com os níveis diferenciados de governança corporativo (NDGC) da BM&FBovespa e concluíram que a adesão aos NDGC mais elevados, ou a migração para níveis mais elevados, não isenta a empresa de problemas de governança. Com relação à padronização proposta pelo Indicador CEPAL, os autores evidenciaram a carência de comitês nas organizações brasileiras, principalmente os comitês de investimento em ativos financeiros, de financiamento corporativo e de riscos.

A pesquisa de Peixoto (2012) analisa a relação entre governança corporativa, valor e risco nos períodos de crise local, crise global e não-crise considerando as empresas brasileiras de capital aberto. A autora construiu três indicadores de governança corporativa pela metodologia da análise fatorial de catorze informações referentes aos cinco mecanismos de governança: 1. Compensação dos gestores, 2 Conselho de administração, 3. Estrutura de propriedade e controle, 4. Proteção aos acionistas minoritários e 5. Transparência das informações publicadas. O primeiro índice foi denominado de IGC14, por conter os catorze fatores que compõem o índice, o

segundo denominado IGCX, que contém os fatores principais e IGC1, composto pelo fator mais relevante. A pesquisa evidenciou nos períodos de crise local a importância do mecanismo de compensação dos gestores e nos demais períodos, o mecanismo de proteção aos acionistas minoritários. Identificou outras considerações a respeito da trajetória da governança no Brasil. Em primeiro lugar identificou melhorias no conselho de administração pelo aumento da média do grau de independência do conselho, passando de 52,6% em 2000 para 58,5% em 2009 e pelo aumento do número de empresas em que há separação entre o presidente do conselho de administração e o *Chief of Office* (CEO) da empresa. Em segundo lugar, que empresas com menos de catorze anos possuem, na média, os melhores indicadores de governança enquanto que empresas contrariando as expectativas de que empresas mais antigas possuíram melhores indicadores. E por fim, não foi observada relação entre o pertencimento ao nível de governança diferenciado Novo Mercado com as melhores práticas propostas no trabalho. Isto implica inferir que empresas com boas práticas de governança não necessariamente aderiram ao segmento Novo Mercado, da mesma forma que empresas listadas no Novo Mercado não necessariamente possuem os melhores indicadores selecionados pela pesquisadora como determinantes de uma boa governança.

O trabalho de Silva *et al* (2009) considera uma avaliação de catorze indicadores de governança corporativa de onze empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e analisa que a média obtida de 8.25 pontos é pouco maior que a metade da pontuação máxima (7,0). Dessa forma, assim como na pesquisa de Peixoto (2012), infere-se o questionamento da completitude de todos os mecanismos de governança corporativa nos requisitos para aderência aos níveis de governança da BM&FBovespa.

A necessidade de captação de recursos financeiros em mercados internacionais corroborou com o desenvolvimento de mecanismos de governança corporativa no Brasil. Neste cenário, empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a agregar mais valor às suas ações, na medida em que fornecem aos seus investidores, mecanismos que lhes assegurem proteção superior (RAPPAPORT; 1998, ANDRADE; ROSSETTI; 2004, NAKAYASU; 2006).

Embora os avanços nas pesquisas, discussões e conhecimento acerca do tema de governança corporativa sejam visíveis, percebem-se, ainda, lacunas de informações e práticas corporativas que atendam aos preceitos das boas práticas de governança. Essas lacunas ocorrem pela tendência atual de integração econômica que requer uma

padronização dos procedimentos, pelo interesse dos investidores que exigem boas práticas e particularmente no caso do Brasil, “pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão” (IBGC, 2014).

Corroborar com essa conclusão o trabalho de Peixoto, Forti e Santiago (2009) que sinalizam as carências no modelo de governança corporativa devido aos principais motivos: “mercado de capitais ainda pouco expressivo; propriedade acionária concentrada; sobreposição propriedade-gestão; conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários; fraca proteção a minoritários e baixa eficácia dos Conselhos de Administração”.

2.2 Emissão de títulos de dívida: Conceitos

A origem da emissão de títulos de dívida é atribuída ao mercado inglês, no período pós-revolução industrial, quando grandes corporações necessitavam de recursos para financiar seus projetos (ANDIMA, 2008). Emissão de títulos se refere aos documentos que garantem uma obrigação das empresas captadoras em restituir o montante emprestado e as devidas remunerações ao prestador. As emissões de títulos privados de renda fixa de curto prazo configuram as notas promissórias, e as de médio e longo são denominadas debêntures (ANDIMA, 2008; GIACOMONI, 2011).

De Paula, Ribeiro e Almeida (2012) argumentam que a aquisição de títulos corporativos incorre em riscos aos debenturistas relativos à capacidade de pagamento das empresas emissoras. Fisher (1959) reconhece que os investidores assumem maiores riscos conforme aumentam os retornos esperados e propõe quatro hipóteses para mensurar o prêmio de risco, ou seja, a diferença entre o rendimento do mercado e o rendimento do título: 1. O prêmio pelo risco de uma empresa depende em primeiro lugar do risco de a empresa cumprir suas obrigações e em segundo lugar, da sua “negociabilidade” (*marketability*); 2. O risco do não-pagamento (*default*) é estimado a partir da combinação de três variáveis: a variação do lucro-líquido, o tempo de solvência da empresa e a razão entre o patrimônio líquido e o valor da dívida da empresa; 3. A negociabilidade dos títulos depende unicamente do variável valor de mercado dos títulos em circulação e 4. O logaritmo do prêmio do risco depende das quatro variáveis supracitadas. A partir do método de regressão de mínimos quadrados com empresas industriais norte-americanas, Fisher (1959) conclui a influência do risco

de crédito nos *spreads* das debêntures e introduz a *proxy* de liquidez como sendo o volume de títulos emitidos.

Outros estudiosos se dedicaram a justificar a variabilidade dos *spreads* de debêntures, como é o caso de Fama e French (1993) que identificam o vencimento e o risco de *default* como os principais determinantes dos *spreads*.

No estudo de Elton, Gruber, Agrawal e Mann (2001) foram comparados os *spreads* das debêntures de empresas privadas e os dos títulos do governo norte-americano com o objetivo de quantificar as diferenças desses *spreads*, bem como de explicar as diferenças entre um e outro. Os autores enumeram as três principais razões para os *gaps* entre os *spreads* das taxas de títulos corporativos e governamentais: 1. Compensação de uma possível perda acima das taxas livres de risco no caso dos títulos corporativos, 2. Diferença de tributação para pagamentos de prêmios corporativos e títulos do governo e 3. Exigência por maiores retornos como compensação pelos riscos mais elevados. Nesta data, os autores identificaram uma pequena diferença no prêmio das tarifas corporativas em relação aos tesouros públicos e consideram os impostos como parte substancial da diferença, seguido pela influência da relação risco *versus* retorno, mensurado pelos *ratings* dos títulos corporativos.

No trabalho seminal sobre rendimentos de dívidas e problemas de agência, os autores John, Lynch e Puri (2003) analisam um conjunto de empréstimos garantidos e não-garantidos no período de janeiro de 1993 até março de 1995 e demonstram, contrariamente às expectativas, que os *spreads* são maiores para os casos das dívidas com garantias. Os pesquisadores atribuem a esse fato o efeito dos problemas de agência entre gestores e titulares de dívidas e imperfeições no processo de classificação de riscos e concluem que os problemas de agência afetam o valor dos ativos.

Corroborando com essa afirmação, o trabalho de Ashbaugh-Skaifea, Collins e LaFond (2006) investigou a relação entre os mecanismos de governança corporativa com as classificações de *ratings* mais elevados. Utilizando dados de 2000 empresas norte-americanas no ano fiscal de 2002, os pesquisadores concluíram que as classificações de crédito estão relacionadas negativamente com o número de *blockholders*, positivamente com os direitos dos acionistas minoritários, positivamente com o grau de transparência financeira e positivamente com o grau de independência do conselho administrativo. Os autores indicam que uma boa governança pode traduzir significativas economias do custo da dívida, porém argumentam o custo de se manter uma boa governança. Por outro lado, identificam as razões de uma governança fraca,

suportada pela sobrecompensação dos CEOs que recebem uma remuneração superior ao custo da dívida.

Parte desses resultados diferem-se dos obtidos no trabalho de Silva *et al* (2009) que também objetivou verificar no Brasil a influência da governança corporativa nos *ratings* das debêntures. Pelo modelo econométrico logístico ordenado, os pesquisadores concluíram que a qualidade da governança corporativa apresenta relação sobre os *ratings* das debêntures, mas somente em conjunto com outras variáveis (contábeis e de mercado). Os resultados apontaram que quanto maior o valor medido pela variável de governança maior o valor da variável dependente e, conseqüentemente pior é o *rating* das debêntures, contrariando as expectativas, já que o esperado é que quanto melhor a qualidade da governança corporativa melhor seria a confiança do mercado e, conseqüentemente, melhor seria a classificação dos *ratings* (SILVA et al 2009).

De acordo com Saito, Sheng e Bandeira (2007, p. 281) “os acionistas podem expropriar riquezas de debenturistas de diversas maneiras”: pelo pagamento indevido de dividendos, pela recompra de ações ou pelo investimento em projetos de alto risco financiados por emissões adicionais de dívida.

A criação de mecanismos e monitoramentos que objetivam mitigar a expropriação de riquezas dos debenturistas incide em custos. Conforme descrito por Coase (1937), a elaboração de contratos envolve custos, denominados *ex ante*, e por Williamson (1985), a manutenção e o monitoramento desses contratos incorrem em custos *ex post*. Para os autores, os custos decorrentes dos contratos são denominados “custos de transação”.

Saito, Sheng e Bandeira (2007) argumentam que há um equilíbrio no estabelecimento de cláusulas pelo lado dos debenturistas e pelo lado das empresas tomadoras, ou seja, um equilíbrio entre os custos associados às cláusulas de monitoramento e possibilidades de renegociação do contrato da dívida com as possíveis perdas de investimentos por cláusulas muito restritivas. Além disso, a condição do crédito da empresa tomadora determina a taxa de juro requerida dos debenturistas. Se a confiança do devedor deteriorar-se, o credor exigirá novas recompensas, maiores garantias e novas restrições contratuais. Por outro lado, o aumento da qualidade do crédito incorre em tentativas de renegociação ou de refinanciamento em novos projetos. Em ambos os casos ocorrem custos para as alterações contratuais que se justificam somente quando são superados pelos benefícios proporcionados. Os pesquisadores afirmam ainda que devido às limitações contratuais nas emissões de debêntures e do

risco de expropriação inerente ao negócio de debêntures, os debenturistas exigem uma taxa maior como compensação desses riscos.

2.2.1 Emissão de títulos de dívida nos Estados Unidos

O mercado de capitais nos EUA até o século XIX era considerado de difícil acesso, embora o país fosse visto como um mercado emergente. Entre 1860 e 1880 a companhia ferroviária “*The Chicago, Milwaukee & St Paul Railway*” emitiu títulos com garantias sobre os ativos reais, que no caso, eram as terras da ferrovia, caracterizando o início de garantias em debêntures nos EUA. Essa prática foi seguida também pelas companhias ferroviárias “*Baltimore & Ohio Railroad’s*” e a “*Union Pacific Railroad*” que em 1901 emitiram debêntures, porém desta vez, com garantias sobre as ações das companhias, o que iniciou o processo de debêntures conversíveis no mercado de capitais norte-americano, seguido por outras empresas, tais como a *Westinghouse*, *American Telephone and Telegraph* (ATT) e *General Eletric* (GE). O fato de existirem restrições à compra direta de ações por várias instituições financeiras nessa época alavancou o número de negociações de debêntures conversíveis, uma vez que as empresas financeiras vislumbraram na aquisição de debêntures a possibilidade de contornar essa restrição (ROZENBAUM, 2004).

A partir de então, a comercialização de debêntures, em especial as do tipo conversíveis, foi utilizada para possibilitar fusões, aquisições e financiar pequenas e médias empresas. Comumente, as emissões foram utilizadas por empresas de crédito duvidoso e com altas taxas de retorno, por isso denominadas *junk-bonds*. Em 1984 o lançamento de uma debênture conversível pela IBM, com rating AAA, modificou a percepção de riscos das debêntures propiciando a emissão por outras empresas, tal como a *EuroDisney*. Nos anos 90 essa prática foi seguida por empresas de tecnologia, até então consideradas com crédito favorável, como Motorola, Ericson, Oracle e Cisco, que se utilizaram do mercado de debêntures para expansão de seus negócios (ROZENBAUM, 2004).

A trajetória das emissões de debêntures nos EUA está representada na Figura 3.

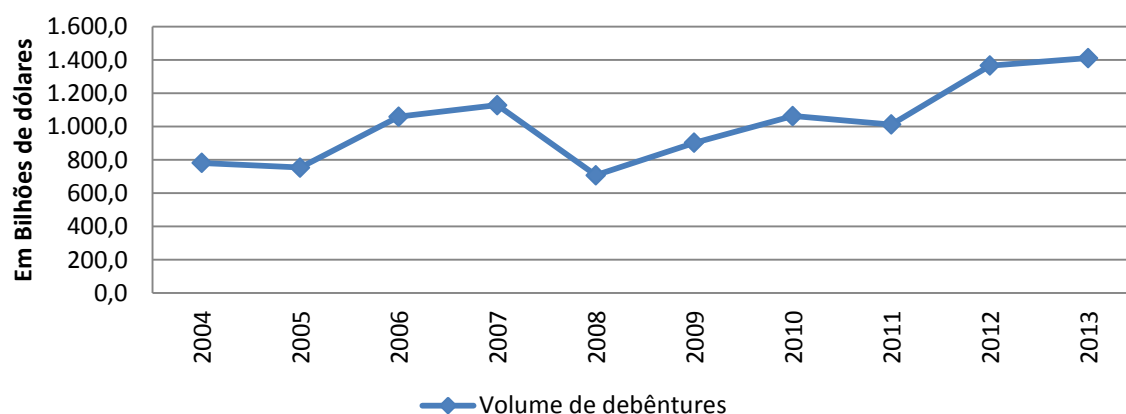


Figura 3 – Emissão de debêntures no mercado dos EUA

Fonte: SIFMA, dados extraídos do site <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, acesso em 23/05/2014

Kish e Livingston (1992) estudaram os determinantes das opções de resgate nos títulos corporativos norte-americanos nos anos de 1977 à 1986. Neste período identificaram que o uso de opções de compra nos contratos eram mais frequentes em títulos com taxas de juros mais altas em empresas com maiores probabilidades de *default*, em crescimento e em títulos com vencimentos mais longos.

Nessa mesma linha, o estudo de Driessen (2005) objetivou avaliar se o risco *default* é precificado nos títulos corporativos. Em outras palavras, o pesquisador avaliou se o *spread* de títulos é maior nas empresas com maiores riscos. A partir de uma amostra de 104 empresas norte-americanas o autor concluiu a existência de relação entre prêmios de riscos, bem como liquidez e efeitos tributários sobre os movimentos dos *spreads* dos títulos.

2.2.2 Emissão de títulos de dívida no Brasil

No Brasil, o histórico da emissão de debêntures inicia-se em 1882 com o primeiro normativo que instituiu obrigações ao portador de títulos do setor privado com as características semelhantes às debêntures. Posteriormente, cinco decretos influenciaram o mercado de debêntures brasileiro conforme Quadro 3 (ANDIMA, 2008).

Documento	Ano	Regulamentação
Decreto 177-A	1893	Normatiza os empréstimos por debêntures
Decreto 2519	1897	Normatiza os procedimentos decorrentes de insolvência do emissor
Decreto 781	1938	Regulamenta a comunhão dos interesses dos

		debenturistas
Decreto-Lei 2627	1940	Permite a emissão de obrigações sob a forma nominativa
Decreto-Lei 7661	1945	Normatiza os direitos e procedimentos dos credores das sociedades insolventes.

Quadro 3 – Histórico de Normativos de Debêntures no Brasil.

Fonte: ANDIMA (2008)

As principais mudanças na Lei 10303/2001 Art. 52 foram:

- A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.
- A debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.
- A escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização ou resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8.
- Na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, e a assembléia-geral pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os incisos VI a VIII deste artigo e sobre a oportunidade da emissão.
- Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: I - arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembléia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão; II - inscrição da escritura de emissão no registro do comércio.
- Os registros do comércio manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão.
- As debêntures podem ser objeto de depósito com emissão de certificado, nos termos do art. 43.
- A escritura de emissão pode estabelecer que as debêntures sejam mantidas em contas de custódia, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 41.
- Notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

A evolução do mercado brasileiro de debêntures ocorreu conforme Figura 4.

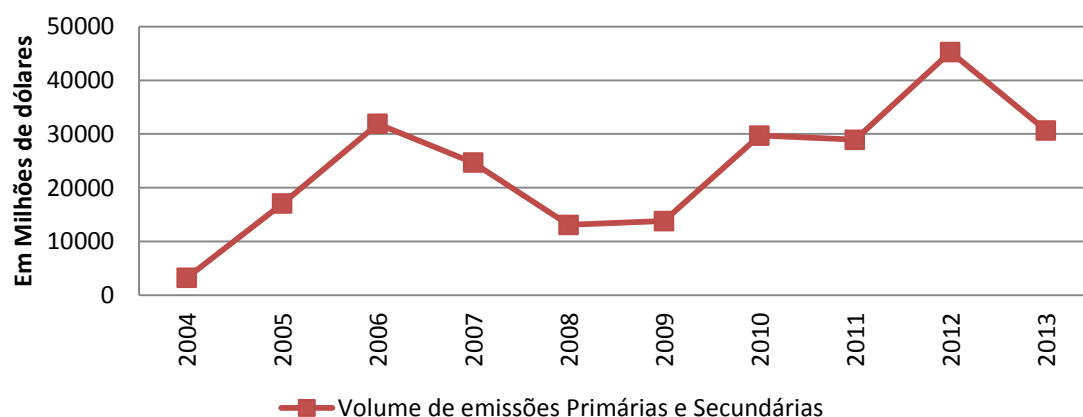


Figura 4 – Emissão de debêntures no mercado brasileiro

Fonte: CVM e ANBIMA, dados extraídos do site <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>, acesso em 23/05/2014

De acordo com o relatório disponibilizado pela CVM sobre o mercado de capitais, a maior evolução se deu no comércio de debêntures, principalmente impactada pelos desdobramentos do cenário de incertezas do mercado internacional e as políticas governamentais de estabilização econômica.

A principal fonte de captação de recursos para as empresas no ano de 2012 ocorreu na forma de debêntures. Além disso, as debêntures constituem uma fonte alternativa de diversificação de carteiras que apresenta retornos mais elevados que títulos indexados de curto prazo. Em 2012 houve um crescimento de emissão de debêntures indexadas ao IPCA (Índice de Preço Amplo ao Consumidor) e ampliação do prazo médio de 5,2 anos nas ofertas de 2011 para 6,1 anos nas ofertas de 2012 (CVM, 2012).

3. METODOLOGIA

Este capítulo apresenta os aspectos pertinentes à classificação da pesquisa, métodos utilizados, escolha das empresas, procedimentos de coleta de dados e aplicação do indicador de governança corporativo.

3.1 Classificação da pesquisa, da amostra e dos dados

A forma de abordagem do presente trabalho é mista, ou seja, quantitativa e qualitativa. Do ponto de vista quantitativo, conforme argumenta Silva e Menezes (2005, p.20), esta pesquisa considera que o objeto possa ser quantificável, “o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”. Para tal são utilizados recursos e técnicas estatísticas.

Do ponto de vista qualitativo, este trabalho apresenta um caráter investigativo e interpretativo a partir da análise de conteúdo das informações divulgadas pelas empresas, pois conforme explica Bauer e Gaskell (2002):

A análise de conteúdo é apenas um método de análise de texto desenvolvido dentro das ciências sociais empíricas. Embora a maior parte das análises clássicas de conteúdo culmine em descrições numéricas de algumas características do *corpus* do texto, considerável atenção está sendo dada aos "tipos", "qualidades", e "distinções" no texto, antes que qualquer

quantificação seja feita. Deste modo, a análise de texto faz uma ponte entre um formalismo estatístico e a análise qualitativa dos materiais (BAUER; GASKELL, 2002, p. 190)

Quanto ao objetivo, esta pesquisa é descritiva. De acordo com Gil (2008), a pesquisa descritiva tem como objetivo descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Neste trabalho se pretende descrever as características da governança corporativa nos processos de emissão de títulos das empresas selecionadas.

Foram escolhidos os dois países (Estados Unidos e Brasil) para aplicação do indicador CEPAL. A escolha dos EUA se deve ao fato de localizar-se geograficamente no continente americano, sendo um dos poucos países americanos que ainda não foi analisado segundo a metodologia do indicador CEPAL. E principalmente, pelo interesse em contrapor práticas de governança em países com diferentes maturidades de mercado financeiro, sistemas jurídicos e políticos e estrutura de propriedade.

A comparação dos diferentes mecanismos de governança corporativa no processo de emissões de títulos dos dois países pode sinalizar oportunidades de aperfeiçoamentos para as empresas brasileiras e os demais países sob a área de influência da CEPAL. Em outras palavras, acredita-se que o estudo dos padrões dos mecanismos de governança corporativa nos EUA pode fornecer possibilidades de aprendizado aos países membros da CEPAL e um *benchmark* a ser almejado pelos agentes do mercado financeiro.

A escolha por quatro empresas de cada país segue o mesmo critério utilizado nos trabalhos anteriores realizados pela CEPAL em conjunto com o CAF e o BID, no Chile, México, Colômbia, Peru e Brasil. Esses trabalhos referem-se a um esforço em padronizar as boas práticas de governança corporativa no processo de emissão de títulos e, conseqüentemente, em dirimir os riscos de investimentos, melhorando o desempenho do mercado financeiro desses países.

A escolha pelas empresas também tendeu aos critérios dos trabalhos anteriores, que preferencialmente selecionaram as organizações com as características: empresas com possibilidade de ocorrência de *default* ou rebaixamento de classificações de *ratings*, ou casos de renegociação, casos de sucesso e uma instituição financeira.

As empresas selecionadas são apresentadas no Quadro 4, bem como as suas características.

País	Empresa	Segmento	Característica
EUA	ExxonMobil	Petrolífera	Elevados <i>ratings</i>
	Nucor	Metalúrgica	Recebeu sinal de alerta de default após crise 2008
	GeneralMotors	Automobilística	Apresentou default após crise 2008
	BNY Mellon	Instituição Financeira	Elevados <i>ratings</i>
Brasil	Petrobras	Petrolífera	Elevados <i>ratings</i>
	Gerdau	Metalúrgica	Teve seus ratings rebaixados para grau médio baixo, está apenas um nível acima do grau especulativo
	Braskem	Química	Teve seus ratings rebaixados para grau médio baixo, está apenas um nível acima do grau especulativo
	Itau Holding S.A.	Instituição Financeira	<i>Ratings</i> médios

Quadro 4: Seleção das empresas brasileiras e norte-americanas para a pesquisa.

Fonte: Elaboração própria.

Do lado norte-americano, a ExxonMobil foi escolhida por apresentar características semelhantes à Petrobras, favorecendo a comparação entre as duas petrolíferas. Além disso, Robert Monks, um dos fundadores da teoria da governança corporativa e ativista dos direitos dos acionistas, trabalhou para a separação dos cargos de presidente do Conselho e CEO. Essa batalha dividiu opiniões, mas não foi suficiente para mudar o cenário e continua o acúmulo de funções: CEO e presidente do Conselho (SILVEIRA, 2008). Essa característica despertou o interesse em estudar o comportamento dos outros mecanismos de governança corporativa na ExxonMobil.

A Nucor foi uma das empresas norte-americanas fortemente abalada pela crise de 2008. Nos primeiros anos subsequentes à crise, a empresa permaneceu com *ratings* baixíssimos, chegando a ser emitido estado de alerta pelas agências classificadoras (DISTRESSED DEBT SECURITIES, 2014)

A escolha pela General Motors segue o mesmo critério da Nucor. A crise de 2008 “quebrou” a empresa, que errou gravemente nos planejamentos estratégico e financeiro. No ano seguinte à crise, numa das audiências no tribunal de falências dos EUA em Manhattan, a companhia pediu autorização para vender seus melhores ativos para uma "Nova GM" financiada pelo governo norte-americano, caracterizando o maior caso de falência de uma empresa manufatureira nos EUA (REUTERS, 2009,a).

Como instituição financeira norte-americana, a indicação do “The Bank of New York Mellon” (BNY Mellon) ocorre por ser considerado o maior banco global de custódia, com posições líderes em serviços de investimentos, um dos maiores gestores de financeiros do mundo e um importante agente no mercado de capitais norte-americano e global (FITCH, 2014; BNY MELLON – PROXY STATEMENT; 2013).

Do lado brasileiro, a escolha pela Petrobras se justifica por dois motivos principais. O primeiro é o interesse em avaliar a trajetória da governança corporativa dessa organização, decorridos dois anos da primeira análise segundo a metodologia CEPAL, realizada por De Paula, Riberio e Almeida (2012). O segundo motivo é devido às recorrentes reportagens na mídia indicando problemas de governança, tais como falta de transparência (PÓVOA, 2013), falhas do Conselho no cumprimento de seu papel que permite que decisões do âmbito do Conselho sejam feitas pela Diretoria (SCHÜFFNER, 2014).

A análise da Gerdau se deve ao fato de ter seu *rating* para títulos de longo prazo rebaixado, estando a um nível apenas do grau especulativo com possibilidade de *default*. Outro fator motivante é a característica de dependência dos conselheiros, visto que a maioria pertence à família controladora. Neste caso, tem-se o interesse em avaliar o impacto dessa dependência nas demais decisões relativas às emissões de títulos e em outras questões de governança.

Quanto à seleção da Braskem, decorre do interesse em avaliar o processo de governança corporativa, em especial, dos seus problemas, visto que a Braskem é alvo de acusações de expropriação dos acionistas, corrupção e lavagem de dinheiro, falta de transparência quanto às informações divulgadas e manobras contábeis. (YOKOI, 2008; ROSSI, 2013; VEJA, 2014). Além disso, como no Brasil não existe nenhuma montadora de carros nacional, todas são multinacionais com plantas fabris no Brasil, é necessário uma empresa que complete “o par” com a GM.

A escolha pela instituição financeira Itaú Unibanco Holding se justifica pelo interesse em conhecer o Conselho e as práticas de governança de um dos maiores bancos brasileiros. Inicialmente, o interesse seria a avaliação dos processos de emissões de títulos do Itaú BBA, porém por não existirem práticas de governança corporativa para as empresas subsidiárias do Itaú Unibanco, o critério de seleção foi ampliado para a *holding*, pois o Conselho, bem como os estatutos são nela centralizados.

No que se refere aos dados, esta pesquisa utilizou dados secundários, extraídos do banco de dados da SEC (EdgarOnline), CVM (IANs e Formulários de Referência),

ANBIMA, sítios corporativos das empresas selecionadas e informações divulgadas pela imprensa.

Para o tratamento dos dados utilizou a metodologia do indicador CEPAL, que será descrita no próximo tópico.

3.2 Indicador CEPAL

A proposta metodológica de Galindo (2012) para a padronização do indicador de governança corporativa no projeto da CEPAL, CAF e BID obedeceu três etapas.

Inicialmente, baseado na sua experiência como pesquisador e na experiência de mercado de outras pessoas contribuintes do projeto, foram determinados os passos no processo de emissão de dívidas corporativas, obedecendo à seguinte ordem: 1. Determinação das necessidades de financiamento; 2. Seleção, aprovação e contratação de intermediários financeiros; 3. Determinação dos riscos das emissões de títulos; 4. Autorização das emissões e divulgação das informações sobre o uso dos recursos e implicações de alavacagem e 5. Estruturação de sistemas eficazes de controles internos que proporcionem oportunamente informações sobre a efetividade dos controles de riscos e desempenho dos gestores.

Definida a sequência do processo de emissão de títulos, o pesquisador selecionou quatro categorias principais de mecanismos de governança corporativa para comporem o Indicador CEPAL, que são:

- Papel do Conselho de Administração.
- Estrutura do Conselho de Administração:
 - Presidente do Conselho de Administração;
 - Seleção dos conselheiros;
 - Conselheiros externos;
 - Conselheiros internos.
- Comitês corporativos:
 - Comitê de auditoria;
 - Comitê de investimento em ativos financeiros;
 - Comitê de financiamento corporativo;
 - Comitê de riscos.
- Evolução do desempenho do Conselho de Administração.

Por fim, baseados nas experiências dos membros do projeto foram atribuídos pesos mediante a importância de cada padrão de governança no processo de emissão de títulos. Os resultados dos valores para cada padrão estão descritos no Quadro 5 e a soma total para cada empresa pode variar de zero a dez.

Categorias	Padrões para bônus	Score	Total
-------------------	---------------------------	--------------	--------------

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	• Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta? • Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores? • Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos? • As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0,377 0,377 0,377 0,377	1,508
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	• As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas? • As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos? • Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0,189 0,189 0,189	0,567
Estrutura do Conselho de Administração	• O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros? • O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos? • Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0,031 0,031 0,031	0,093
O papel do presidente do Conselho de Administração	• Na seleção de alguns conselhos externos, se prioriza o conhecimento em Finanças e particularmente Financiamento Corporativo? • O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro independente?	0,189 0,377	0,566
O papel, seleção e capacitação de conselheiros internos e externos	• Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados? • Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados? • Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros? • Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões? • Revisam periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0,095 0,095 0,189 0,189 0,189	0,757
Conselheiros externos	• Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos? • Há três ou mais conselheiros externos para cada interno? • É uma comissão de conselheiros independentes	0,189 0,189 0,189	0,567

	que escolhe os conselheiros externos?		
Conselheiros internos	- 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? - O diretor de auditoria interna é membro do conselho? - O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0,377 0,189 0,189	0,755
Comitê de Auditoria	- O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente? - O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele? - O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna? - Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa? - Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0,377 0,377 0,377 0,377	1,885
Comitê de investimentos em ativos financeiros	- O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente? - O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento? - A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0,095 0,095 0,095	0,285
Comitê de Financiamento Corporativo	- O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente? - O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas? - É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las? - É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0,377 0,377 0,377 0,377	1,508
Comitê de Riscos	- O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente? - O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos? - É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta? - É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0,377 0,377 0,377 0,377	1,508

Total		10,0	10,0

Quadro 5: Padrões para avaliação da governança corporativa pela metodologia CEPAL.

Fonte: GALINDO (2012)

Dessa forma, a análise das informações disponibilizadas pelas companhias resulta na atribuição de 1 ponto, quando identificada a prática do mecanismo, e valor zero, caso não se encontre explicitamente o padrão analisado. Isso implica uma limitação, pois nos casos em que não se identifica a informação a pergunta é considerada nula. Portanto, o cálculo dos padrões de governança corporativa é uma estimativa conservadora da situação real das empresas analisadas (DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012).

3.3 Tratamento das diferenças conceituais entre Estados Unidos e Brasil

No Brasil, em algumas situações, o Conselho Fiscal tem o papel do comitê de Auditoria proposto no Indicador CEPAL, pois o Conselho Fiscal no Brasil está relacionado com a supervisão do negócio como um todo, fiscalização das atividades administrativas, garantia da confiabilidade das informações divulgadas, monitoramento das práticas contábeis, controle da realização dos planejamentos financeiros e contábeis da empresa.

Por outro lado, as empresas norte-americanas não possuem a estrutura do Conselho Fiscal e sim, o Comitê de Auditoria. Dessa forma, nos quesitos relacionados ao Comitê de Auditoria, as empresas norte-americanas teriam a vantagem em relação à nomenclatura.

Neste sentido, torna-se necessário avaliar se o Conselho Fiscal das empresas brasileiras analisadas atendem aos requisitos do Comitê de Auditoria validado no Indicador CEPAL. Se a resposta for positiva, é justo que haja uma análise considerando a existência do comitê de Auditoria proposto pelo Indicador CEPAL.

Entretanto, no caso de o Conselho Fiscal não possuir as atribuições, ou responsabilidades do Comitê de Auditoria, a empresa não recebe pontuação nestes quesitos. Ademais, conforme Lei sobre as Sociedades por Ações, parágrafo 5:

Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta (BRASIL, 2001).

Outras substituições de palavras ou termos carecem atenção, pois neste tipo de avaliação de empresas, em que se pretende atribuir valor a determinados procedimentos documentados, é necessário identificar a semântica dos termos para não incorrer em falhas por omissão de valores ou atribuição de valores onde não existe a prática.

Cabe ressaltar a diferença entre a classificação de conselheiro externo e conselheiro independente. Um conselheiro externo é aquele que não faz parte da diretoria da empresa ou da diretoria de empresas subsidiárias. Esse conceito é amplamente divulgado no Brasil, pela CVM, BM&F Bovespa ou outros órgãos. A metodologia CEPAL supera essa classificação e avalia também a independência do conselheiro, ou seja, se existe vínculo de propriedade (acionista) direta ou indireta, como grau de parentesco, cargos de confiança governamentais, entre outros. Essa diferenciação entre externo e independente é um avanço na classificação dos conselheiros, que não é tratada nas questões de governança no Brasil, ficando incompleta.

3.4 Tratamento de informações contraditórias

Diferentes formulários e relatórios são utilizados como fontes para o desenvolvimento desta pesquisa, além das consultas nos sítios eletrônicos corporativos. Em raras situações ocorre uma informação diferente de um relatório para o outro, haja visto o dinamismo a que as corporações estão sujeitas, em especial as sociedades abertas. Por exemplo, informações divergentes, e por vezes contraditórias, podem ocorrer quando comparados o prospecto de Emissão de Debêntures com os Formulários de Referência disponibilizados à CVM, ou no caso dos EUA, com o formulário “*Form 20-F*” disponibilizado na SEC. Neste caso será considerado o relatório com data mais atual como sendo a fonte confiável e válida para a pesquisa.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise de resultados das oito empresas selecionadas, quatro brasileiras e quatro norte-americanas, para avaliação segundo a metodologia do Indicador CEPAL, conforme proposta metodológica.

4.1 ExxonMobil

A ExxonMobil é a maior empresa de capital aberto no segmento de petróleo e petroquímica mundial. A atual configuração foi formada em 1999 com a fusão da Exxon com a Mobil. Além da marca ExxonMobil, a corporação comercializa também as marcas Exxon, Mobil e ESSO. A empresa divide as atividades em *upstream*, exploração, produção transporte e venda do petróleo bruto e *dowstream*, fabricação, transporte e venda de produtos petrolíferos (EXXONMOBIL, 2014a).

A estrutura de propriedade da corporação é dispersa, formada principalmente por investidores institucionais e fundos mútuos, que somados representaram 51% do total de ações retidas. O número de instituições com ações na ExxonMobil é próximo de dois mil (YAHOO FINANCE, 2014a).

Quanto à captação de recursos da firma, a oferta pública de títulos de 2014 somou US\$ 5,5 bi, a maior emissão da história da companhia. A última emissão de títulos foi em 1993, no montante de US\$ 250 mi e restrita ao mercado de capital norte-americano. Nesse intervalo a empresa optou pela oferta de ações. Os recursos captados na última emissão de títulos destinam-se à aplicação em novos investimentos e aquisições para refinarar empréstimos de *commercial papers* (BLOOMBERG, 2014).

As origens das captações de recursos financeiros datados no SEC correspondem a Tabela 2.

A companhia argumenta estar bem posicionada para participar desses investimentos substanciais para desenvolver novas fontes de energia dados a base de recursos, a capacidade financeira, a estratégia de investimento disciplinada, a *expertise* tecnológica e a diversidade de portfólio. Enfatiza ainda a disciplina nas decisões de investimento, a visão de negócios a longo prazo e a procura por investimentos mais atraentes como uma compensação pela volatilidade dos preços das *commodities* em curto prazo e a dependência da oferta e da demanda. Além disso, a empresa ajusta o planejamento de produção e as premissas econômicas os mais fidedignos possíveis, de modo a provisionar os objetivos operacionais e a necessidade de capital de curto prazo com melhor acuracidade. Questões econômicas como preço e demanda são analisadas nos diferentes cenários e, após o término de um projeto, este é re-avaliado como feedback para o aprendizado (SEC – PROSPECTO EXXONMOBIL, 2014).

Tabela 2 – Origens dos financiamentos da ExxonMobil

Data	Tipo	Volume	Vencimento
28/06/1998	Ações Ordinárias	10.000.000 ações sem valor definido (expectativa de US\$ 68,81/ ação)	-
20/05/1997	Ações Ordinárias	15.000.000 ações sem valor definido (expectativa de US\$ 58,56/ ação)	-
06/12/1999	Ações Ordinárias	10.000.000 ações sem valor definido (expectativa de US\$ 82,38/ ação)	-
27/03/2002	Ações Ordinárias	20.000.000 ações sem valor definido (expectativa de US\$ 43,50/ ação)	-
25/06/2010	Ações Ordinárias	28304 ações sem valor definido (expectativa de US\$ 37,00/ ação)	-
17/03/2014	Floating rate notes	US\$ 750.000.000	2017
	Floating rate notes	US\$ 500.000.000	2019
	Notes	US\$ 1.500.000.000	2017

Notes	US\$ 1.750.000.000	2019
Notes	US\$ 1.000.000.000	2024

Fonte: SEC – Prospecto ExxonMobil, 2014

A corporação enumera alguns riscos relativos ao negócio de energia, gás e óleo e outros inerentes à estratégia adotada pela empresa, que podem comprometer o pagamento de suas obrigações, ou seja, o *default*. Os principais riscos são dois: 1. As vendas realizadas a longo prazo pela matriz e afiliadas em diversos países podem acarretar atrasos nos recebimentos. Esses atrasos ou, em última instância inadimplência, afetam a entrada de recursos no caixa da companhia e, 2. As operações e os resultados da Companhia e suas afiliadas em todo o mundo tem sido, e podem no futuro ser afetados ao longo do tempo em vários graus da evolução política, leis e regulamentos, tais como alienação forçada de ativos; restrições à produção, importação e exportação; controle de preços; aumento de impostos, processos fiscais retroativos; expropriação da propriedade; cancelamento de direitos de contrato e regulamentos ambientais. Tanto a probabilidade de ocorrência dessas e seu efeito sobre a corporação variam muito de país para país e não são previsíveis (SEC – PROSPECTO EXXONMOBIL, 2014)

Como exemplo do segundo risco citado, em julho de 2014 a União Européia (UE) publicou sanções contra a Rússia relativas à situação na Ucrânia, que entrou em vigor em 1º de agosto de 2014, data em que os Estados Unidos, através do Departamento de Comércio, Secretaria de Indústria e Segurança emitiu suas sanções contra a Rússia relativas à situação na Ucrânia. As sanções da UE e EUA sobre a Rússia tem impacto direto na receita de ExxonMobil e no orçamento da companhia que estimou o volume exportado à Rússia (SEC – PROSPECTO EXXONMOBIL, 2014).

Com relação aos impactos políticos na corporação, nota-se como outro exemplo, o decreto de nacionalização emitido pelo presidente da Venezuela em fevereiro de 2007. A partir desse ano, uma subsidiária da Companhia Nacional de Petróleo da Venezuela (PDVSA) assumiu a operadora do Projeto Óleo Pesado Cerro Negro. O projeto de exploração de petróleo na bacia venezuelana foi financiado pela ExxonMobil e ConocoPhillips, que não tiveram suas participações desapropriadas e, conseqüentemente, uma redução nos seus ativos. A ExxonMobil projeta uma indenização de US\$ 750 milhões relativo ao restante do investimento líquido em ativos que produzem o óleo (REUTERS, 2012).

No que tange aos resultados de seus investimentos, a companhia utiliza a medida de retorno médio do capital empregado (ROCE). Esse desempenho é mensurado do ponto de vista dos segmentos de negócio, ou seja, *upstream*, *downstream* e petroquímica. A corporação tem aplicado consistentemente o indicador ROCE por muitos anos e o vê como a melhor medida da produtividade do capital aplicado, do capital intensivo da indústria de longo prazo, tanto para avaliar o desempenho da gestão como para demonstrar aos acionistas que o capital tem sido bem utilizado a longo prazo. A ExxonMobil apresentou um ROCE de 17% no conjunto de todas as atividades. Medidas adicionais, baseadas em fluxo de caixa, são fortemente usadas para tomar decisões de investimento (SEC - Form 10-K, 2013).

Em nota, a companhia afirma que uma reserva de capital é disponibilizada nos resultados contábeis como contingente, para as garantias relativas a títulos, empréstimos e desempenho sob contratos e também contingentes para reparações ambientais e outros assuntos similares. Esses valores estimados refletem a exposição máxima, ou seja, a pior situação. Dessa forma, se algum imprevisto acontecer, o efeito não será relevante sobre a situação financeira da companhia, as mudanças na condição financeira, receitas ou despesas, resultados das operações, liquidez, investimentos ou recursos de capital (SEC – FORM 10-K, 2013)

No que se refere à governança corporativa, a ExxonMobil apresenta uma clara sistemática do papel e funcionamento do conselho e comitês. Os comitês são: 1. Auditoria; 2. Remuneração; 3. Governança; 4. Finanças; 5. Questões Públicas e 6. Executivo. O estatuto desses comitês é estruturado, necessariamente, em 7 tópicos: proposta do comitê, conselheiros, estrutura e operação, atividades, medidas de desempenho, relatórios e autoridade do comitê.

O presidente do conselho é o CEO da empresa. Em maio de 2008, apenas 39,5% dos acionistas votaram a favor da separação dos cargos de presidente do conselho e CEO e uma subsequente eleição para presidente do conselho independente, “*uma resolução que vinha sendo proposta há seis anos consecutivos pelo lendário ativista da governança corporativa Robert Monks*” (SILVEIRA, 2008).

Os membros do conselho com as experiências e participações nos comitês são descritos no Quadro 6.

Membro	Experiência	Comitê Auditoria	Comitê Remuneração	Comitê Governança	Comitê Finanças	Comitê Questões Públicas	Comitê Executivo
M.J. Boskin	Economia	P			X		
P. Brabeck-	Economia	X			X		

Letmathe							
U.M. Burns	Ciência e Tecnologia	X			X		
L.R. Faulkner	Administração	X			X		
J.S. Fishman	Administração		X			X	
H.H. Fore	Administração			X		X	
K.C. Frazier	Administração			P		X	
W.W. George	Administração	X			X		X
S.J. Palmisano	Administração		P	X			X
S.S. Reinemund	Administração			X		X	X
R.W. Tillerson	Administração				P		P
W.C. Weldon	Administração		X	X		P	

Quadro 6: Distribuição dos conselheiros da ExxonMobil

Fonte: Sítio corporativo da ExxonMobil (2014b)

Nota: “P” significa que o conselheiro ocupa a presidência do Comitê

O Quadro 7 resume os principais aspectos mensurados no Indicador CEPAL relativos à governança corporativa da companhia.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- As funções do Conselho resumidamente são: 1. fiscalizar a gestão da Companhia, incluindo a supervisão da gestão de riscos; 2. analisar os planejamentos estratégicos de longo prazo da ExxonMobil; 3. exercer a autoridade direta de tomada de decisão em áreas-chave, tais como declarar dividendos; 4. selecionar o CEO e avaliar o desempenho deste; 5. planejar e executar planos de sucessão para os principais executivos da empresa; - O Conselho é responsável pela emissão e aquisição de dívidas de longo prazo ou de ações (...) e possui autoridade para celebrar o financiamento de isenção de impostos das instalações e operações da companhia ou de suas subsidiárias; - O último prospecto de emissão de títulos e demais formulários disponibilizados atendem aos requisitos da SEC; - Os recursos da emissão de 2014 destinam-se ao financiamento para novos projetos, investimentos de capital de giro, refinanciamento de uma parcela do empréstimo de <i>commercial paper</i> existentes e outras oportunidades de negócios; - O Comitê de Finanças analisa e relata os riscos associados aos instrumentos financeiros, políticas financeiras e estratégias, e estrutura de capital;
Estrutura do Conselho	- O Conselho possui 12 membros; - A maioria destes são conselheiros externos; - Apenas 4 dos conselheiros são dependentes
Papel do Presidente do Conselho	- A maioria possui conhecimento em finanças corporativas e evidencia-se a preocupação com capacidade estratégica global, liderança, trabalho em organizações não-governamentais e experiência em pesquisas científicas e acadêmicas; - O presidente do Conselho é o CEO.

Papel e seleção dos conselheiros	- Existe um programa formal de capacitação de conselheiros e executivos que assegura a visita em unidades subsidiárias para troca de informação e experiências; - Pelo menos anualmente, cada um dos comitês do Conselho realiza uma avaliação do seu desempenho e eficácia.
Conselheiros externos	- A questão dos conflitos de interesse não são tratados no Código de Conduta a todos os conselheiros, diretores e funcionários. Não é mencionada a questão de conflito de interesses no prospecto, salvo a questão de conflitos de interesses do agente fiduciário com a companhia. - Todos os conselheiros são escolhidos numa assembleia.
Conselheiros internos	- O “<i>audit committee financial experts</i>” é um conselheiro interno e se reporta diretamente ao Comitê de Auditoria.
Comitê de Auditoria	- O Comitê de Auditoria supervisiona questões de controle contábil interno. Suas responsabilidades incluem a supervisão da 1. realização de processo de informação financeira da Corporação de Gestão; 2. A integridade das demonstrações financeiras e outras informações financeiras fornecidas pela Corporação para a SEC e ao público; 3. sistema de controles financeiros e de contabilidade interna da Corporação; 4. Cumprimento dos requisitos legais e regulamentares; 5. O desempenho da função de auditoria interna da Companhia; 6. qualificações dos auditores independentes, desempenho e independência; e 7. auditoria anual independente das demonstrações financeiras da Companhia; - Um programa anual de trabalhos de auditoria é aprovado em outubro de todos os anos.
Comitê de Investimentos	- Não existe um Comitê de Investimentos.
Comitê de Financiamento	- O Comitê de Financiamento é presidido pelo CEO; - O Comitê tem o papel de revisar as políticas financeiras da companhia, estratégias e estrutura de capital.
Comitê de Riscos	- Não existe um comitê de riscos. Na EXXON, a supervisão de risco é de responsabilidade total do Conselho de Diretores. Os conselheiros, ao longo do ano, participam de revisões com a gestão sobre os negócios da Companhia, incluindo os fatores de risco identificados. O Conselho inclui revisões de litígios e outros aspectos jurídicos; contribuições políticas; orçamento e política; investimentos em P&D; perspectiva da energia; projeções de oferta e demanda mundiais até 2040.

Quadro 7: Resumo da análise da governança corporativa da ExxonMobil pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: Resultado da pesquisa do prospecto da emissão de títulos (SEC, 2014); Form 10-K e Proxy Statement (SEC, 2013).

As deficiências de governança corporativa na ExxonMobil, segundo a metodologia do Indicador CEPAL, estão relacionadas à não separação do presidente do Conselho e CEO; à inexistência de um Comitê de Investimentos e a não formalização do Comitê de Riscos.

4.2 NUCOR

A empresa NUCOR (Nucor Corporation) pertence à lista *Fortune 300*. Com sede na Carolina do Norte, é a maior empresa produtora de aço dos Estados Unidos. Assim como a Gerdau, utiliza a tecnologia *mini Mills* e é a maior recicladora de aço da América do Norte (NUCOR, 2014).

No seu sítio eletrônico, a apresentação da companhia é iniciada com um forte apelo para as autoridades governamentais norte-americanas reconhecerem os prejuízos causados pelo desequilíbrio de valor da moeda chinesa, que facilita a entrada de produtos chineses nos Estados Unidos e impede a exportação de produtos norte-americanos para a China. Esse desbalanceamento justifica a queda de produção da NUCOR, o desemprego maciço e a queda da classe média. Além disso, a NUCOR questiona as condições trabalhistas e ambientais das concorrentes chinesas (NUCOR, 2014).

A Nucor desenvolveu uma estratégia de crescimento em cinco pilares: 1. otimizar e melhorar continuamente as operações já existentes; 2. executar a estratégia de matéria-primas; 3. crescer através do desenvolvimento de projetos que capitalizam as novas tecnologias e oportunidades de mercado; 4. adquirir outras empresas que fortaleçam a posição da Nucor como produtor mais diversificada de aço e produtos siderúrgicos da América do Norte e 5. crescer internacionalmente, com ênfase na alavancagem de parcerias estratégicas e de novas tecnologias. A Nucor apresenta uma estrutura organizacional simples, dinâmica, de estímulo ao auto-gerenciamento e inovações dos colaboradores (SEC – NUCOR FORM 10K, 2013).

Os riscos sinalizados pela firma são: 1. A recessão causada pela crise global de crédito; 2. Os riscos de períodos de crescimento econômico lento; 3. O excesso de capacidade da indústria siderúrgica global pode aumentar o nível de importações de aço de outros países; 4. O aumento do protecionismo em matérias-prima e produtos

acabados pela criação de tarifas alfandegárias na China, Brasil e outros países; 5. A concorrência com outros produtores ou materiais alternativos; 6. A volatilidade dos preços do aço, matérias-prima e energia; 7. As restrições ambientais em toda a cadeia produtiva, dado o impacto na fabricação do aço (NUCOR, 2014).

No que tange à estrutura de propriedade, a NUCOR apresenta estrutura dispersa com 79% da estrutura acionária retida em instituições e fundos mútuos e um número de 631 instituições com ações (YAHOO FINANCE, 2014b). A Tabela 3 apresenta os principais proprietários.

Tabela 3: Percentual de propriedade dos principais acionistas da NUCOR

Proprietário	Percentual de participação acionária
Capital World Investors	10,44%
State Farm Mutual Automobile Insurance Company	9,61%
State Street Corporation	6,05%
Black Rock, Inc	5,35%

Fonte: NUCOR - Relatório “Proxy Statement” de março de 2014, disponível em <https://materials.proxyvote.com/670346>

Com relação à trajetória de endividamento da empresa pela emissão de títulos públicos, dos últimos 15 anos, a Tabela 4 sintetiza as emissões ocorridas. Entretanto, essas não foram as únicas fontes de captação de recursos. Durante esse período ações ordinárias também foram publicamente ofertadas.

Os *ratings* de longo prazo da corporação são Baa1 e A, respectivamente pela Moodys e S&P. A perspectiva, segundo as duas agências, é negativa. A avaliação da Nucor está sendo afetada negativamente por três razões principais: 1. O preço do produto final não está coerente com os altos custos, principalmente em função da fabricação de produtos de alto valor agregado, os Special Bar Quality (SBQ). A companhia ainda não conseguiu repassar completamente o aumento dos custos adicionais destes produtos para o preço final; 2. O aumento do nível de endividamento da empresa, causado pela elevação dos gastos de capital, como por exemplo, o montante indicado em 2013 de aproximadamente US\$1,1 bilhão em projetos estratégicos, destinados à nova planta de operação em Louisiana, à expansão dos SBQ, e os investimentos necessários no programa de perfuração de gás natural em parceria com a

Encana Oil & Gas (EUA) Inc. (ENCANA). Outro exemplo é a aquisição da Companhia Gallatin Steel (de propriedade anterior da Gerdau e ArcelorMittal) que elevou o grau de alavancagem da Nucor. Embora esses investimentos sejam estratégicos para a companhia no médio e longo prazo, é esperado um resultado de fluxo de caixa disponível (FCF) negativo nos próximos 12 a 18 meses e 3. a redução da demanda de aço no mercado dos EUA, causada principalmente pela importação de aço da China, e a redução da demanda global, causada pela retração do crédito e desaceleração em algumas economias (MOODYS, 2013; STANDARD AND POORS; 2014)

Tabela 4: Relação de emissões de títulos da Nucor

Data	Tipo	Volume	Vencimento
12 jan 1999	Notes	US\$ 600 milhões	2017
		US\$ 500 milhões	2018
		US\$ 600 milhões	2022
		US\$ 500 milhões	2023
		US\$ 650 milhões	2037
		US\$ 500 milhões	2043
28 Nov 2007	Notes	US\$ 300 milhões	2012
		US\$ 600 milhões	2017
		US\$ 400 milhões	2037
16 Set 2010	Notes	US\$ 600 milhões	2022
24 Jul 2014	Notes	US\$ 500 milhões	2023
	Notes	US\$ 500 milhões	2043

Fonte: SEC – Edgar System, Nucor. Disponível em: <http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000073309&type=424&dateb=&owner=exclude&count=40>. Acesso em Setembro 2014.

A composição dos membros do Conselho segue o Quadro 8. Na Nucor todos os conselheiros, salvo o presidente do Conselho, fazem parte dos três comitês: Comitê de Auditoria, Remuneração e Governança.

Membro	Formação Acadêmica	Comitê de Auditoria	Comitê de Remuneração	Comitê de Governança	Diretoria
Peter C. Browning	Administração	P	X	X	
John J. Ferriola	Engenharia Elétrica				P e CFO
Harvey B. Gantt	Arquiteto	X	X	X	

Gregory J. Hayes	Contador (certificado)	X	X	X	
Victoria F. Haynes	PhD em Química	X	P	X	
Bernard L. Kasriel	Administrador	X	X	X	
Christopher J. Kearney	Advogado	X	X	X	
Raymond J. Milchovich	Bacharel em Ciências	X	X	P	
John H. Walker	Engenharia Industrial	X	X	X	

Quadro 8: Disposição dos membros do Conselho da Nucor.

Fonte: SEC - Proxy Statement, 2014

Nota: “P” significa presidente e CFO é o Chefe do Setor Financeiro. John Ferriola é o presidente do Conselho.

O Quadro 9 resume os principais aspectos mensurados pela metodologia do Indicador CEPAL relativo à governança corporativa da corporação.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- É papel do Conselho autorizar a emissão dos títulos em uma ou mais séries. Deverão ser: 1. criadas em uma ou mais resoluções do Conselho de Administração, e estabelecidas, ou determinadas, nas condições previstas, em um Certificado de Presidente, ou 2. estabelecidas em uma ou mais escrituras suplementares; - Os prospectos de oferta pública, bem como os demais formulários solicitados pelos órgãos reguladores atendem aos requisitos legais; - No prospecto de emissão, são mencionados apenas os riscos relativos ao negócio, tais como preço das <i>commodities</i>, pressões ambientais e crises econômicas. Os riscos referentes aos níveis de alavancagem não são descritos. - As destinações dos recursos provenientes das emissões de títulos são genéricas: “fins corporativos gerais, que podem incluir, mas não estão limitados a, capital de giro, capital de despesas, adiantamentos para investimentos em nossas subsidiárias ou aquisições, resgate e amortização de dívidas pendentes, e compras de ações ordinárias” (SEC – PROSPECTO NUCOR, 2014)
Estrutura do Conselho	- Possui 9 conselheiros; - Exceto o presidente do conselho, todos são externos.
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente do Conselho é o CEO da Nucor.
Papel e seleção dos	- Apenas um conselheiro possui certificado de capacitação em

conselheiros	finanças; - As qualificações requisitadas pela Nucor relacionam-se à capacidade de gestão global, estrategista, integridade de julgamentos, diversidade de experiências e prestação de serviços em ONGs. - A avaliação de desempenho do Conselho e dos conselheiros é sistematizada.
Conselheiros externos	- Não devem servir a mais de cinco corporações ou atividades; - Possuem <i>expertises</i> diversificadas. - O comitê de Governança sugere os nomes dos conselheiros para eleição nas assembleias.
Conselheiros internos	- É escolhido dentre os conselheiros, um especialista financeiro do comitê de auditoria, com qualificações contábeis e financeiras;
Comitê de Auditoria	- O comitê de Auditoria: 1. auxilia o Conselho na sua supervisão das declarações e integridade financeiras, dos cumprimentos legais e regulamentares e no desempenho da auditoria interna; 2. nomeia, remunera e supervisiona a empresa de auditoria independente; 3. emite os pareceres das demonstrações financeiras anuais e trimestrais realizados pelas auditorias interna e independente; 4. considera e aprova todos os serviços de auditoria, serviços relacionados com o controle interno e serviços não autorizados de auditoria; 5. monitora a adequação dos relatórios e controles internos da companhia e 6. auxilia o Conselho na sua supervisão da gestão de riscos corporativos;
Comitê de Investimentos	- Não existe um comitê de Investimentos
Comitê de Financiamento	- Não existe um comitê de Financiamentos
Comitê de Riscos	- Não existe um comitê de Riscos

Quadro 9: Resumo da análise da governança corporativa da Nucor pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: NUCOR (2014); SEC – Proxy Statement, 2014; Prospecto 2014

As diretrizes para a governança corporativa na Nucor são bem sistematizadas no estatuto, que contém regras claras quanto ao papel do Conselho e da Diretoria, seleção e eleição de conselheiros, remuneração, avaliação de desempenho, qualificação, agendas e assembleias, relação de independência, papel do presidente, plano de sucessão e seleção de auditores independentes.

A análise pelo Indicador CEPAL sinaliza problemas de governança corporativa na Nucor no que se refere à falta de informação da utilização dos recursos captados, falta de sistematização da gestão dos riscos, tanto para riscos financeiros, quanto outros riscos inerentes ao negócio, falta de separação do presidente do Conselho e CEO; falta de Comitês de Investimentos, Financeiro e de Riscos.

4.3 General Motors

A empresa automobilística General Motors é considerada um ícone do desenvolvimento industrial norte-americano. Fundada em 1908, adquiriu novas empresas automobilísticas e em 1923 fabricava 10% da frota de veículos estadunidenses. O crescimento foi exponencial e em três décadas a GM tornou-se a maior montadora do mundo, porém a crise de 2008 afetou significativamente os negócios da companhia. No ano seguinte, pediu autorização para vender seus melhores ativos para uma "Nova GM" financiado pelo governo norte-americano, em uma audiência no tribunal de falências dos EUA em Manhattan. Foi o maior caso de falência de uma empresa manufatureira nos EUA (REUTERS, 2009,b).

No sítio eletrônico da empresa, a história da GM é dividida em “eras”, que mesclam o desenvolvimento automotivo, cenário macro-econômico e transformações internas na organização: As sete fases da empresa dividem-se em: criação, aceleração, emoção, revolução, globalização, inovação e renascimento. Embora a empresa reconheça os anos antecessores, a GM considera que sua história *“starts on November 18, 2010, when we completed the world’s largest initial public offering, emerging with a solid financial foundation that enables us to produce great vehicles for our customers and build a bright future for employees, partners and shareholders”* (GENERAL MOTORS, 2014).

Dessa forma, a companhia passou por um processo de re-estruturação e, depois desse processo, a emissão de títulos ocorreu em julho de 2014. A finalidade da emissão era somente a troca dos títulos de *“senior notes”* para títulos com o mesmo rendimento e vencimento. O montante total do prospecto foi de US\$ 4,5 bilhões (SEC – FORM S-3 GENERAL MOTORS; 2014).

Essa emissão foi classificada pela Fitch&Ratings em agosto de 2014 como risco de crédito BB+, justificado pela baixa alavancagem, alta liquidez, capacidade positiva de geração de fluxo de caixa disponível, redução das responsabilidades com pensões e melhor portfólio de produtos. No que diz respeito à estratégia de negócio, a GM possui a posição de uma das montadoras geograficamente mais diversificada, com forte

presença na China, no Sudeste Asiático e na América Latina, possui um portfólio diversificado e mantém-se estabilizada no mercado europeu. A empresa continua a trabalhar para melhorar a eficiência de suas operações globais, e rentabilidade, especialmente na América do Norte, que ainda não atingiu os níveis de seus concorrentes mais fortes. No longo prazo, o trabalho de reestruturação contínua de toda a cadeia deve melhorar significativamente a eficiência e a rentabilidade, mas no curto prazo, corre o risco de aumentar o custo incremental e a complexidade para o negócio. Desafios econômicos incluem a pressão global por redução das emissões de poluentes, economia de combustível e regulamentos de segurança deficitária (FITCH, 2014).

A posição de caixa da automotiva GM em 2014 (incluindo equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários) diminuiu em relação ao ano de 2013. A empresa utilizou cerca de US\$ 5,5 bilhões para recomprar uma parte da participação em mãos da Tesouraria dos EUA e outros US\$ 2,3 bilhões para transferir à previdência. A GM também usou US\$ 1,4 bilhão para resgatar ações preferenciais em circulação da Coreia e fez uma injeção de US\$ 1,3 bilhões na General Motors Company Financial, Inc. (GMF) para ajudar a financiar a aquisição de determinadas operações não americanas, como a Ally Financial. Apesar destas saídas de caixa, a posição de caixa automotiva da GM manteve-se forte, com uma boa liquidez e disponibilidade imediata. O grau de alavancagem é baixo, resultando um *ratio* de 0,5 vezes (FITCH, 2014).

Quanto à estrutura de propriedade da companhia, 71% das ações são retidas por instituições e proprietários de fundos mútuos, caracterizando uma estrutura dispersa. O número de instituições que retem as ações da GM ultrapassa 900 (YAHOO FINANCE, 2014c).

Conselheiro	Expertise	Auditoria	Diretores & GC	Remuneração	Finanças	Políticas Públicas
Mary T. Barra (1)	Administração					
Joseph J. Ashton (2)	Administração Pública					
Erroll B. Davis, Jr.	Educação	X				P
Stephen J. Girskey	Matemático				X	X
E. Neville Isdell	Administração		X	P		
Kathryn V. Marinello	Administração	X				X
Michael G. Mullen	Rel. Intern.	X				X
James J. Mulva	Administração			X	P	X
Patricia F. Russo	Administração		P	X	X	
Thomas M. Schoewe	Financeiro	P			X	
Theodore M. Solso (3)	Engenheiro	X	X	X		

Carol M. Stephenson	Administração		X	X		
---------------------	---------------	--	---	---	--	--

Quadro 10: Disposição dos conselheiros GM em 2014

Fonte: Sítio corporativo GM; Form 10-K (2013); Proxy Statement (2014).

Nota: (1) CEO; (2) Faz parte do Conselho, porém não está alocado em nenhum comitê específico; “P” significa presidente do Comitê

No que tange à governança corporativa, existe uma forte preocupação com a gestão dos riscos macro-econômicos, embora não exista um Comitê de Riscos. Os comitês são divididos em: Auditoria, Remuneração, Governança, Finanças e Políticas Públicas. Os conselheiros estão representados no Quadro 10.

O Quadro 11 sintetiza as práticas de governança corporativa pela metodologia CEPAL.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- O papel do Conselho resume-se em: 1. representar os interesses dos proprietários; 2. supervisionar o planejamento elaborado pelo CEO; 3. minimizar os conflitos de interesse entre os stakeholders; 4. mensurar riscos e 5. comunicar com as partes. - Os títulos de dívidas podem ser emitidos em uma ou mais séries e deverão ser criados em, ou por força de, uma ou mais resoluções do Conselho de Administração, e estabelecidos, ou determinados, nas condições previstas, com um certificado do Presidente.
Estrutura do Conselho	- Possui 12 conselheiros. - Todos são externos e a maioria independente.
Papel do Presidente do Conselho	- Há separação entre o presidente do Conselho e CEO.
Papel e seleção dos conselheiros	- Priorizam-se competências estratégicas, experiência profissional e visão integrada; - Existe um programa de treinamento formal e avaliação de desempenho.
Conselheiros externos	- A proporção conselheiros externos/ internos é de 3 para 1
Conselheiros internos	Existe um conselheiro nomeado “ <i>audit committee financial experts</i> ” como responsável pelos processos de auditoria interna e externa.
Comitê de Auditoria	- O Comitê Qualificado de Compliance Legal (QLCC) analisa e discute os relatórios recebidos de procuradores sobre violações da lei de valores mobiliários e / ou incumprimento dos deveres do fiduciário que foram relatados ao Conselho Geral ou do Diretor-Presidente e

	não resolvidos a contento dos relatórios procuradores.
Comitê de Investimentos	- Não é formalizado
Comitê de Financiamento	- Analisar as necessidades de ajustes de gestão para a estrutura de capital da Companhia, incluindo proposição de capital e dívida, emissões e resgates; (...) revisão com gestão propostas linhas de crédito da empresa, cartas de crédito, empréstimos e garantias que requerem a aprovação do Conselho.
Comitê de Riscos	- Não é formalizado. Algumas análises de riscos são feitas pelo Comitê de Auditoria.

Quadro 11: Resumo da análise da governança corporativa da GM segundo a metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: SEC – Form S-3 GENERAL MOTORS, 2014; GENERAL MOTORS – Sítio Corporativo, 2014

Na GM existe uma diferença em relação às demais empresas avaliadas, pois é o CEO quem elabora o planejamento estratégico. A GM está conseguindo superar o caso de default decorrente da crise de 2008, haja vista, a melhoria de seus *ratings*, embora ainda estejam em níveis baixos.

4.4 Bank of New York Mellon

“The Bank of New York Mellon” (BNY Mellon) é considerado o maior banco global de custódia, com posições líderes em serviços de investimentos e um dos maiores gestores de recursos financeiros do mundo. A diversidade geográfica e de negócios com riscos mais baixos de crédito de empréstimo impulsionam os seus resultados. Como diferencial, o BNY Mellon oferece serviços de compensação e liquidação para a grande maioria dos corretores institucionais e uma plataforma tecnológica que possibilita aos corretores e consultores financeiros de todos os tamanhos ofertarem produtos aos seus clientes finais. O BNY Mellon é um importante agente no mercado de capitais norte-americano e global (FITCH, 2014; BNY MELLON – ANNUAL REPORT; 2013).

As dívidas de longo prazo do BNY Mellon são compostas por títulos de renda fixa, renda flutuante, dívida subordinada e debêntures subordinadas. O comportamento do vencimento dessas dívidas é decrescente na projeção dos anos de 2014 a 2018 (BNY MELLON – FORM 10-K, 2013).

Em dezembro de 2013 uma subsidiária do BNY Mellon (BNY CAPITAL III) emitiu US\$ 330 milhões em debêntures subordinadas. A garantia dessa emissão são

títulos preferenciais da *holding*. A obrigação da *holding* então, no caso de um *default* da subsidiária, constitui numa garantia completa e incondicional de obrigação sob os títulos preferenciais. Ainda em dezembro de 2013 outra subsidiária (BNY CAPITAL IV), cujo único ativo era originalmente debêntures subordinadas e um contrato de compra de ações preferenciais, realizou uma recomercialização de debêntures subordinadas emitidos pelo BNY Mellon em maio de 2012 e detidos pela subsidiária. Essas debêntures foram vendidas aos investidores terceirizados e depois trocados por notas sênior da BNY Mellon, que foram vendidos em oferta pública. Os recursos obtidos com a venda das notas seniores foram utilizados para financiar a compra pela BNY CAPITAL IV de US \$ 500 milhões em ações preferenciais da BNY Mellon, emitidos em junho de 2012 (BNY MELLON – FORM 10-K; 2013).

Na avaliação de *rating* realizada pela STANDARD AND POORS, a holding saiu de uma classificação A para A+. A melhoria na classificação é devida ao reconhecimento dos progressos na construção dos índices de capital, incluindo a medida própria da S&P para a relação risco ajustado de capital. Se de um lado existe a perspectiva positiva da forte posição do BNY Mellon e suas receitas estáveis, por outro lado se desconhece o fator a atribuir no suporte do governo dos EUA aos bancos sistematicamente importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americanos (STANDARD AND POORS; 2014).

Quanto às recomendações propostas no acordo Basileia III, a posição de capital do BNY Mellon é considerada forte. Com um índice de alavancagem de aproximadamente 4,7% no primeiro semestre de 2014, o índice é melhor que muitos de seus concorrentes (FITCH, 2014)

No que se refere à estrutura de propriedade, o banco se caracteriza pela dispersão com 82% de ações retidas por instituições e fundos mútuos (YAHOO FINANCE, 2014d). A Tabela 5 apresenta os principais acionistas institucionais.

Proprietário	Percentual de participação acionária
Dodge & Cox Inc.	5,97%
Davis Selected Advisers	5,50%
Massachussetts Financial Services Co.	5,35%
Vanguard Group Inc.	4,97%
State Stret Co.	4,60%

Tabela 5: Estrutura acionária do BNY Mellon

Fonte: Yahoo Finance, disponível em <https://br.financas.yahoo.com/q/mh?s=BK%2C+&q1=1>. Acesso em agosto de 2014

No que diz respeito ao Conselho do BNY Mellon, este está dividido em sete comitês: Auditoria; Governança Corporativa e de Indicação; Responsabilidade Corporativa Social; Executivo; Recursos Humanos e Compensação; Riscos e Tecnologia. O Quadro 12 apresenta a disposição dos conselheiros nestes comitês.

Conselheiro	Auditoria	GC	Respons. Social	Executivo	RH	Riscos	Tecnologia
Nicholas M. Donofrio			X	X		P	X
Jeffrey A. Goldstein						X	
Gerald L. Hassell				X			
John M. Hinshaw						X	X
Edmund F. "Ted" Kelly					X	X	P
Richard J. Kogan	X	X			X		
Michael J. Kowalski	X				X		
John A. Luke, Jr.		P		X		X	
Mark A. Nordenberg			P			X	X
Catherine A. Rein	P	X		X			
William C. Richardson	X	X					
Samuel C. Scott III	X		X	X	P		
Wesley W. von Schack		X		P	X	X	

Quadro 12: Disposição dos conselheiros do BNY Mellon.

Fonte: Sítio corporativo BNY Mellon; “P” significa presidente do Comitê.

O Quadro 13 sintetiza as práticas de governança corporativa pela metodologia CEPAL.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- O Conselho de Administração é subdividido em 7 comissões (ou comitês) permanentes: (i) Comitê de Auditoria; (ii) Governança Corporativa e Nomeação; (iii) Responsabilidade Social Corporativa; (iv) Recursos Humanos e Remuneração; (v) Riscos; (vi) Tecnologia e (vi) Executivo. Cada um dos comitês faz recomendações ao Conselho conforme o caso e emite relatórios periodicamente. - O grau de alavancagem da empresa é monitorado e é feito o esforço para a manutenção nos níveis determinados no acordo de Basileia (III).
Estrutura do Conselho	- Possui 13 membros; - A maioria dos conselheiros são externos e independentes.
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente (Gerald L. Hassell) é um membro da diretoria, portanto interno.

Papel e seleção dos conselheiros	- No BNYMellon, as qualificações procuradas para os conselheiros são: experiência específica em finanças, qualificação educacional, experiência com gestão de ativos e outros serviços financeiros, negócios internacionais e gestão de riscos operacionais. - No mínimo anualmente, realiza a avaliação de desempenho.
Conselheiros externos	- A questão do conflito de interesse é amplamente divulgada, não somente para os conselheiros, mas para todos os colaboradores. A orientação é que “cada gestor deve evitar quaisquer conflitos de interesses entre o diretor e a Companhia, que envolva qualquer situação, ou se possa razoavelmente esperar para envolver, um conflito de interesse com a empresa. Deve ser divulgada imediatamente ao Presidente do Comitê de Governança Corporativa e Nomeação ou ao Conselho Geral da Companhia.”
Conselheiros internos	- O Chefe da Auditoria é um membro do Conselho de Auditoria, interno e independente.
Comitê de Auditoria	- O Comitê de Auditoria supervisiona: (i) a integridade dos sistemas de informação, de controles internos e contábeis acerca das finanças da companhia; (ii) a integridade das demonstrações financeiras da Companhia; (iii) o desempenho da auditoria interna; (iv) o desempenho, qualificação e independência dos auditores externos e (v) o cumprimento dos requisitos legais e regulamentares; - O Comitê é responsável pela pré-aprovação de todos os serviços de auditoria e de auditorias não-autorizadas pelos auditores independentes. - O Comitê é responsável pelo (1) pagamento, (2) garantia de independência, (3) serviços de conformidade fiscal, conselho fiscal e planejamento tributário e (iv) todos os outros produtos e serviços prestados pelos auditores independentes registrados.
Comitê de Investimentos	- Não possui comitê de Investimentos
Comitê de Financiamento	- Não possui comitê de Financiamento
Comitê de Riscos	- O Comitê de Riscos é responsável por: (i) analisar, aprovar e divulgar o apetite de risco; (ii) avaliar exposições significativas de riscos financeiros; (iii) monitorar, controlar e divulgar esses riscos; (iv) analisar outros tipos de riscos (fraude, lavagem de dinheiro, compensação de incentivo, tecnologia, estratégia) e (v) analisar relatórios de agências reguladoras, das auditorias internas e externas e relatórios de avaliação das empresas fiduciárias.

--	--

Quadro 13: Resumo da análise da governança corporativa do BNY Mellon segundo a metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: Sítio corporativo do BNY Mellon, 2014.

A avaliação da estrutura de governança corporativa pela metodologia CEPAL no BNY Mellon evidencia o acúmulo das funções do presidente do Conselho, que é também o CEO da empresa. Os comitês de Riscos e Auditoria são bem definidos e atendem, de forma geral, aos padrões do indicador CEPAL. A formalização desses comitês pode ser justificada pelo fato de se tratar de uma instituição financeira, o que demanda da empresa preocupação maior relativa aos aspectos de controle e análise de riscos.

4.5 Petrobras

A Cia de Petróleo Brasileiro S.A., ou simplesmente Petrobras, foi fundada em 1953 sob a designação de empresa estatal, no governo do presidente Getúlio Vargas, com a finalidade de extrair e refinar o petróleo brasileiro. A composição acionária da companhia passou por significativas transformações ao longo do tempo. A privatização da empresa e suas práticas de financiamentos ultrapassam questões econômicas e financeiras, e não raro é utilizada como instrumento político e fins eleitorais. Atualmente, a economia da Petrobras é mista (estatal e privada) com o controle do governo federal (PETROBRAS, 2014). A Tabela 6 apresenta a distribuição societária da Petrobras.

Tabela 6: Estrutura de propriedade e controle da Petrobras

Acionista	Ações Ordinárias %	Ações Preferenciais %	Total de Ações %
BNDES	9,95	2,88	6,92
PREVI (Caixa Previdência)	0,17	6,31	2,81
União Federal	50,26	0	28,67
BNDES Participações	0,16	23,94	10,37

Outros	39,46	66,87	51,23
Total	100	100	100

Fonte: CVM – Formulário de Referência, arquivo disponibilizado em 01/07/2014

As intervenções do governo federal, no papel de acionista majoritário, por vezes contrariam o mercado financeiro, que responde imediatamente com a desvalorização das ações. O governo federal, principalmente a partir de 2010, com o objetivo de manter a inflação na meta proposta, congelou os aumentos de preços do petróleo para os combustíveis e em contrapartida, aumentou o preço dos derivados de petróleo para os clientes de petroquímicas, como é o caso da Braskem. Mesmo com essa manobra de compensação, a Petrobras sinaliza problemas no caixa (PÓVOA, 2013).

O Conselho de Administração, por sua vez, apresenta problemas quanto ao cumprimento do seu papel. Duas das principais ocorrências, amplamente divulgadas pela imprensa, ocorreram em 2006 e 2014. A primeira refere-se à compra da refinaria Pasadena, por um valor superestimado, cuja operação é investigada por corrupção e lavagem de dinheiro. A segunda ocorrência trata-se de uma transferência de barris de petróleo e gás do pré-sal para a Petrobras, com um custo de R\$ 15 bilhões. Os dois casos tem em comum a ineficiência quanto ao cumprimento do papel do Conselho de Administração, que deveria atuar com papel decisivo nos processos e não apenas um “homologador”. No primeiro caso, o Conselho justifica a insuficiência de informações quanto à compra indevida da refinaria Pasadena. A presidente do Conselho na época, atual presidente do Brasil, Dilma Roussef, alega ter aprovado a compra da refinaria baseada em recomendações positivas e omissões feitas pela da Diretoria. No segundo caso, o conselheiro Sílvio Sinedino, representante dos trabalhadores no conselho, enfatiza que tal decisão da transferência dos barris foi tomada exclusivamente pela Diretoria, sem o consentimento do Conselho (FITCH, 2014; SCHÜFFNER, 2014)

No que tange à emissão de debêntures, a empresa fez quatro emissões ao longo de sua história. A primeira ocorreu em 1998, a segunda e a terceira emissões ocorreram em 2002 e a quarta em maio de 2014. Essa última proposta de emissão tem vencimento em seis anos e valor de R\$ 800 milhões. As classificações de riscos dos títulos emitidos, apesar dos problemas apresentados, correspondem aos melhores indicadores. A Tabela 7 resume as classificações de risco, valores e vencimentos.

Tabela 7 – Histórico de emissões de debêntures da Petrobras

Ano emissão	Valor	Vencimento	Classificação de risco
-------------	-------	------------	------------------------

			(Fitch)
1998 (*)	R\$ 430 milhões	2015	AAA
2002 (**)	R\$ 750 milhões	2012	AAA
2002 (**)	R\$ 775 milhões	2010	AAA
2014 (**)	R\$ 800 milhões	2020	AAA

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados disponíveis no (*) sítio da empresa <http://www.investidorPetrobras.com.br/pt/acoes-e-titulos-de-dividas/prospectos/> e (**) sítio ANBIMA-Debêntures, disponível em <http://www.debentures.com.br/>

Os três primeiros processos de emissões de debêntures da empresa objetivavam principalmente a captação de recursos para investimentos em modernização e expansão das operações produtivas e o aumento dos recursos no caixa. O primeiro processo foi negociado exclusivamente com o BNDES enquanto os demais foram ofertados publicamente. Em comum, as três emissões tinham as melhores classificações de risco do mercado local pelas principais agências de *ratings*, De Paula, Ribeiro e Almeida (2012) argumentam que, diante das operações bem sucedidas de emissões de títulos, é frustrante que a companhia não tenha recorrido a esse tipo de captação desde 2002.

Somente em 2014 a empresa realizou a quarta oferta pública de debêntures. Neste intervalo de tempo, a empresa continuou suas captações, porém através de outras fontes de financiamento, como é o caso da captação histórica de US\$ 70 bilhões para a operação do pré-sal (DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012). A classificação da quarta emissão seguiu as positivas tendências anteriores. A Fitch&Ratings (2014) argumentou que a classificação AAA é baseada na forte liderança da Petrobras no mercado energético brasileiro e na participação de *market-share* global, a reconhecida *expertise* na exploração em petróleo e a disponibilidade abundante desse recurso natural em territórios brasileiros. Na avaliação, porém, não são descartados os problemas relativos ao alto grau de endividamento, as interferências políticas, vulnerabilidade pela oscilação dos preços das *commodities*, o risco de desvalorização da moeda e a concentração de receita no mercado doméstico. No que tange aos setores da empresa, o segmento de distribuição continua reportando perdas, que podem se prolongar caso não ocorra o ajuste comercial de preços. A perspectiva da Fitch é pessimista em relação aos próximos 5 anos devido ao aumento da alavancagem e à possibilidade de a companhia registrar um fluxo de caixa disponível negativo à medida que aumenta o programa de investimentos (FITCH; 2014).

O relatório emitido pela Fitch alerta para a pressão no fluxo de caixa, causada pela atribuição da produção excedente. Em resumo, o governo brasileiro exige um

pagamento de R\$ 2 bilhões de bônus referente ao ano de 2014 e uma antecipação de R\$ 13 bilhões de lucros dos anos de 2015 e 2018 pela exploração antecipada de áreas de direito da Petrobras. Esses pagamentos, juntamente com as perdas acumuladas em função dos problemas de precificação, tendem a aumentar a necessidade de financiamento da companhia para liquidar dívidas e, conseqüentemente, prejudicar a avaliações de *rating* (FITCH, 2014).

Diante desses desafios, cabe à Petrobras garantir uma boa estrutura de governança corporativa, que vise a atenuar os conflitos inerentes a uma empresa pública com os interesses dos acionistas, de forma a manter a confiabilidade dos investidores e, conseqüentemente, a reduzir os custos de endividamento. Na estrutura da governança corporativa a Petrobras possui definidos os conselhos de administração e fiscal. De acordo com a estrutura desenhada, cabem aos conselhos a aprovação e o controle das estratégias, e aos comitês de Negócio, a execução, a supervisão e o desenvolvimento das operações (PETROBRAS, 2014).

O Quadro 14 sintetiza a formação acadêmica, a indicação e a relação com a Diretoria, ou seja, se o conselheiro faz parte também da Diretoria da firma. Conforme a relação, evidencia-se uma concentração de conselheiros indicados pelo acionista controlador, que indicou sete dos dez membros do Conselho.

Membro	Função	Formação	Relação Diretoria	Indicação
Guido Mantega	Presidente Conselho	Economia	Externo	Acionista controlador
Miriam Aparecida Belchior	Conselheira	Engenharia	Externo	Acionista Controlador
Francisco Roberto de Albuquerque	Conselheiro	Ciências Militares	Externo	Acionista Controlador
Márcio Pereira Zimmermann	Conselheiro	Engenharia Elétrica	Externo	Acionista Controlador
Luciano Galvão Coutinho	Conselheiro	Economia	Externo	Acionista Controlador
Sérgio Franklin Quintella	Conselheiro	Engenharia Civil	Externo	Acionista Controlador
Maria das Graças Foster	Conselheira	Engenharia Química	Interno – CEO	Acionista controlador
Mauro Gentile Rodrigues da Cunha	Conselheiro	Economia	Externo	Acionistas minoritários (ON)
José Guimarães Monforte	Conselheiro	Economia	Externo	Acionistas minoritários (PN)
Sílvia Sinedino Pinheiro	Conselheiro	Engenharia Elétrica	Interno	Empregados

Quadro 14: Estrutura do Conselho de Administração da Petrobras

Fonte: CVM – Formulário de Referência da Petrobras 2014

As informações referentes à estrutura da governança corporativa, segundo a avaliação do indicador CEPAL, são resumidas no Quadro 15.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- Formulação do planejamento estratégico e diretrizes da empresa; - Fiscalização e controle da gestão; - Aprovação de atos, contratos e operações com valores superiores ao permitido no Estatuto Social; - Deliberação de emissões de títulos de dívida e gestão financeira da companhia; - Todos os prospectos analisados atendem aos requisitos da CVM, ANBIMA e instituições internacionais, quando necessário; - De forma geral, as emissões de títulos são realizadas para financiar novos projetos ou aumentar o caixa da companhia; - A empresa estabeleceu os limites de 2,5x para o índice de endividamento líquido sobre o EBITDA ajustado e o limite de 35% para a alavancagem financeira.
Estrutura do Conselho	- Possui 10 conselheiros no CA e 10 membros no CF. Destes, 5 são efetivos e 5 suplentes. - Salvo pelo representante do conselho eleito pelos funcionários da empresa, os demais são eleitos em assembleia geral ordinária de acionistas; - Duração de mandato de um ano, podendo se prorrogado por mais um; - A maioria dos conselheiros do CA são externos, e a maioria destes possui interesses e relação ligadas ao acionista majoritário. Em algumas situações esses interesses são conflitantes. - Nenhum conselheiro (CA ou CF) ou diretor é beneficiário de mais de 1% de qualquer classe de ações da Cia.
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente do Conselho é um membro externo, porém dependente dos interesses do acionista majoritário.
Papel e seleção dos conselheiros	- Os conselheiros tem vasta <i>expertise</i> em finanças corporativas, porém há evidências de apenas um único conselheiro (Mauro Cunha) com certificado de analista financeiro; - É mencionada a questão do treinamento no formulário de referência, porém de forma generalizada para todos os funcionários. Não existe um programa exclusivo para o Conselho, - O processo de avaliação de desempenho do Conselho está em construção, pois no Formulário de Referência de 2014 consta que “A formalização da sistemática, que detalha os procedimentos de avaliação [de desempenho], será objeto de aprovação do Conselho de Administração da Petrobras”.
Conselheiros	- A questão da identificação de conflitos de interesse no

externos	processo de emissão de títulos públicos não é tratada nos prospectos ou outros documentos legais; - Conforme estatuto “Art. 58º- Deverão ser resolvidas por meio de arbitragem, obedecidas as regras previstas pela Câmara de Arbitragem do Mercado, as disputas ou controvérsias que envolvam a Companhia, seus acionistas, os administradores e conselheiros fiscais, tendo por objeto a aplicação das disposições contidas na Lei nº 6.404, de 1976”. - A proporção de conselheiros externos/ internos é 4 para 1; - Os conselheiros externos são escolhidos em assembleias.
Conselheiros internos	- As responsabilidades legais e criminais dos conselheiros internos não são evidenciadas nos prospectos; - O diretor da Auditoria Interna é Sérgio Franklin Quintella, em atendimento à Lei Sarbanes-Oxley, e este reporta ao comitê de auditoria.
Comitê de Auditoria	- Tem o papel de recomendar ao CA a empresa de auditoria externa, remuneração dos auditores, análise das demonstrações financeiras e eficiência dos controles, resolução de conflito entre diretoria e auditor, fiscalizar transações com partes relacionadas que envolvam conselheiros, tratar denúncias pertinentes às questões contábeis; - É presidido por um conselheiro externo e independente; - Não foi possível evidenciar o planejamento de auditorias internas.
Comitê de Investimentos	- Não existe
Comitê de Financiamento	- Não existe
Comitê de Riscos	- Não existe

Quadro 15: Resumo da análise da governança corporativa da Petrobras pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: Resultado da pesquisa dos prospectos das emissões de debêntures; CVM - Formulário de Referência (2014) e PETROBRAS (2014)

É desejável que o número de conselheiros externos supere o total de conselheiros internos. No caso da Petrobras, a razão externos/internos é de quatro para um, o que pode ser prejudicial, uma vez que cabe aos conselheiros internos a responsabilidade de fornecer informações relevantes e confiáveis ao Conselho de Administração. Além disso, os conselheiros externos possuem responsabilidades em outras empresas, não sendo cabível o conhecimento de toda a organização Petrobras. O aumento de conselheiros internos minimizaria falhas decorrentes do desconhecimento do negócio por parte dos conselheiros externos, além do compartilhamento das responsabilidades por decisões equivocadas dos conselheiros externos. A razão entre

conselheiros externos e internos do Conselho deve ser equilibrada, de forma que todos os membros sejam responsabilizados por suas decisões sem a justificativa, por parte dos conselheiros externos, de insuficiência de informações ou, por parte dos conselheiros internos, de impossibilidade de participar das decisões estratégicas.

Na Petrobras, em atendimento à legislação brasileira, existe a estrutura do Conselho Fiscal, cuja atribuição é fiscalizar atos dos gestores, monitorar a conformidade desses em relação aos estatutos e revisar o relatório anual e as demonstrações financeiras. A companhia possui três comitês do Conselho de Administração: Auditoria; Segurança, Meio Ambiente e Saúde; e Remuneração e Sucessão. São compostos exclusivamente por membros do Conselho e tem por objetivo assessorar o órgão no cumprimento das suas responsabilidades de orientação e direção superior da Companhia, com atribuições específicas relacionadas ao escopo de atuação (CVM - FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA; 2014).

Em dezembro de 2007 o Conselho de Administração aprovou as Políticas e Diretrizes da Ouvidoria Geral da Petrobras e em abril de 2010 o conselho de administração aprovou o mandato de dois anos (renovável) para o *Ombudsman*, período em que ele não poderá ser dispensado a critério da Administração, garantindo assim, sua independência na execução de deveres.

A evolução da governança corporativa, segundo a metodologia do Indicador CEPAL em relação à pesquisa realizada por De Paula, Ribeiro e Almeida (2012), indica melhorias no que tange ao acréscimo de atribuições ao Conselho Administrativo, em especial à responsabilidade pelas análises e emissões de títulos e às melhorias referentes ao papel do Comitê de Auditoria, que foi estruturado para atender aos padrões internacionais.

Os padrões de governança corporativa da Petrobras, segundo o Indicador CEPAL, carecem do desenvolvimento em alguns padrões fundamentais, em especial, da formalização de comitês específicos de riscos, investimentos e financiamentos e da garantia de independência dos conselheiros, externos e internos, frente aos interesses do acionista controlador. O maior desafio da empresa quanto à questão da governança é garantir o cumprimento da gestão conforme o estatuto e recuperar a plena credibilidade da empresa no mercado de capitais.

4.6 Gerdau

A Gerdau foi fundada em 1901 pelo imigrante alemão Johann Heinrich Kaspar Gerdau, conhecido como João Gerdau, e o filho Hugo Gerdau, inicialmente com o nome de Fábrica de Pregos Pontas de Paris em Porto Alegre, Rio Grande do Sul. Em 1947 a empresa abriu capital na Bolsa de Valores de Porto Alegre e já era denominada de Metalúrgica Gerdau. Em 1948 iniciou a produção de aço pela tecnologia de *mini mills* (mini-usinas), em que se utilizam fornos elétricos menores e sucata como parte da matéria-prima e tem como diferencial a necessidade de integração e proximidade física do fluxo de suprimentos, produção e distribuição. Em 1970, com o nome de Siderúrgica Riograndense, lança publicamente ações nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e São Paulo. De lá para cá, a Gerdau expandiu suas operações industriais para 14 países, entre esses os EUA e a Índia, totalizando uma capacidade produtiva de 25 milhões de toneladas de aço e mais de 45 mil colaboradores (GERDAU, 2014).

A empresa prima por um sistema de gestão integrado, que promove a melhoria, a padronização e a disseminação dessas práticas para todas as unidades. Além disso, existe o esforço em implantar um sistema de informação integrado e global.

Em 2002, a Gerdau realizou a 13ª emissão pública de debêntures subordinadas, não conversíveis, em uma única série no valor de R\$ 300 milhões. Somente em agosto de 2014 a companhia recorreu novamente a essa modalidade de financiamento e divulgou a 14ª emissão, quirografária, não conversíveis, no valor de R\$ 1 (um) bi, porém desta vez como uma emissão privada. A destinação dos recursos desta emissão não é mencionada na ata da reunião de deliberação.

A atual classificação de risco da empresa é BBB-; Baa3; AA+, respectivamente pela Fitch, Moody's e S&P; A empresa sinaliza como possíveis riscos de *default*, a valorização do dólar frente ao real, visto que uma parcela significativa da dívida é expressa em moeda norte-americana, assim como o aumento de energia elétrica, a desaceleração da economia nos países consumidores do aço, a redução do preço das *commodities* e as intervenções políticas na economia brasileira e em outros países (GERDAU, 2014).

De acordo com a Fitch, a Gerdau enfrenta um ambiente de difícil negociação para aços ao longo dos últimos dois anos em que fatores externos congelaram os preços de venda, enquanto os custos das matérias-primas aumentaram. Mesmo assim, a relação da dívida líquida pelo EBITDA ajustado declinou e atingiu a proporção 2,6 em março de 2014 contra 2,9 em dezembro de 2012, e as projeções sinalizam tendência de queda (FITCH, 2014). A avaliação quanto ao declínio da alavancagem foi revisada com a

emissão privada de debêntures no valor de R\$ 1 (um) bilhão. O grau de alavancagem irá subir, porém a companhia continua com um perfil conservador em relação aos seus financiamentos (MOODY'S, 2014).

As consequências do aumento do grau de alavancagem da empresa resumem em:

1. Limitar a capacidade de obter financiamento adicional para capital de giro, dispêndios de capital, desenvolvimento de produtos, requisitos do serviço da dívida, aquisições e outras finalidades gerais e corporativas;
2. Limitar a capacidade de declarar dividendos sobre as ações de emissão da Companhia e ADSs;
3. Alocar uma parte do fluxo de caixa das operações para pagamento de juros sobre dívidas existentes, indisponibilizando o montante para fins de operações e futuras oportunidades;
4. Limitar a capacidade da Companhia de ajustar-se a mudanças nas condições do mercado, colocando-a em desvantagem em relação a seus concorrentes menos endividados;
5. Aumentar a vulnerabilidade durante uma piora das condições econômicas gerais;
6. Descumprir os *covenants* (cláusulas restritivas) presentes em parte dos contratos, o que poderia levar os credores a declarar o vencimento antecipado dos contratos.

Adicionalmente, um valor de R\$ 13 bilhões do total da dívida da Companhia em 31 de dezembro de 2013 está sujeito a cláusulas de *cross-default* (quando um empréstimo entra em *default* porque outro empréstimo entrou em *default*) com níveis de *cross-default* entre US\$ 10 e US\$ 100 milhões, dependendo do contrato. Portanto, existe um risco de que um *default* em um único contrato possa potencialmente disparar *default* em outros contratos (GERDAU – FORM 20-F, 2014).

A auditoria do exercício de 2013 foi realizada pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes e o montante de dívidas no fechamento deste ano apresenta a composição conforme Tabela 8. O volume de dívidas com vencimento menores que cinco anos é significativamente maior que as dívidas com prazo de vencimento maiores que cinco anos (CVM - FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA GERDAU, 2014). Esse comportamento impacta também a classificação de *rating* da companhia.

Tabela 8: Endividamento da Gerdau quanto à natureza e prazos de vencimentos

Tipo	Inferior a um ano	Um a cinco anos	Superior a cinco anos	Total
Garantia Real (milhões reais)	12,341	40,206	4,293	56,840
Quirografárias (milhões reais)	7.224,289	9.824,369	9.088,785	26.137,443
Total (milhões reais)	7.236,630	9.864,575	9.093,078	26.194,283

Fonte: CVM - Formulário de Referência Gerdau S.A., 2014

No que tange à governança corporativa, a empresa possui Comitê de Riscos, composto pelo Diretor-Presidente, por um Vice-Presidente, pelo Vice-Presidente Jurídico e de *Compliance*, pelo Vice-Presidente Financeiro, Controladoria e RI e pelo Gerente de Auditoria Interna. Este Comitê de Riscos, que assessora o Conselho de Administração, se reúne trimestralmente. Os riscos financeiros são avaliados e gerenciados pela área financeira e, periodicamente, reportados ao Comitê de Riscos.

O Conselho Administrativo da empresa é composto conforme Quadro 16.

Membro	Função	Formação	Relação Diretoria	Indicação
Jorge Gerdau Johannpeter	Presidente	Advogado	Externo	Acionista Controlador
Alfredo Huallem	Conselheiro	Engenheiro	Externo	Acionista Controlador
Germano Hugo Gerdau Johannpeter	Conselheiro	Industrial	Externo	Acionista Controlador
Klaus Gerdau Johannpeter	Conselheiro	Engenheiro	Externo	Acionista Controlador
Frederico Carlos Gerdau Johannpeter	Conselheiro	Administrador	Externo	Acionista Controlador
Affonso Celso Pastore	Conselheiro	Economista	Externo	Acionista Controlador
Oscar De Paula Bernardes Neto	Conselheiro	Engenheiro Químico	Externo	Acionista Controlador
Claudio Johannpeter	Conselheiro	Engenheiro	Interno	Acionista Controlador
André Bier Gerdau Johannpeter	Conselheiro	Administrador de Empresas	Interno	Acionista Controlador

Quadro 16- Composição do Conselho de Administração da Gerdau.

Fonte: CVM - Formulário de Referência Gerdau S.A., 2014

O Quadro 17 resume os principais aspectos mensurados no Indicador CEPAL relativo à governança corporativa da corporação.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- O papel do Conselho de Administração é amplo, definido em 27 tópicos relacionados à política de investimentos, gestão de riscos, relacionamento com investidores, remuneração dos executivos, planejamento estratégico, orientações de fusões e aquisições, gestão das auditorias independentes e emissão de títulos de crédito para distribuição pública, inclusive debêntures; - O prospecto da última emissão não atende aos requisitos legais, por se tratar de uma emissão privada; - O grau de alavancagem da Gerdau pode: limitar a capacidade
--	---

	de financiamento para capital de giro, aumentar o custo de capital, limitar capacidade de declarar dividendos, limitar expansão de negócios, aumentar vulnerabilidade da companhia em momento de crises econômicas e risco de <i>default</i> ; - Os riscos financeiros são avaliados e gerenciados pela área financeira e, periodicamente, reportados ao Comitê de Riscos;
Estrutura do Conselho	- Possui 9 conselheiros; - Destes, 7 são externos, porém a maioria não é independente, pois tem relação familiar e societária com a companhia.
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente do Conselho é externo, porém dependente.
Papel e seleção dos conselheiros	- O Conselho Fiscal é composto por membros com comprovadas capacitações financeiras; - O Comitê de governança corporativa avalia a atuação do Conselho de Administração.
Conselheiros externos	- Os conselheiros externos são, na maioria, indicados pelo acionista controlador.
Conselheiros internos	- O gerente da auditoria interna é o contador José Fernando Vedana, que não faz parte do Conselho de Administração ou Fiscal.
Comitê de Auditoria	- O Comitê de Auditoria é não estatutário, ou seja, não faz parte do Conselho de Administração ou Conselho Fiscal.
Comitê de Investimentos	- Não existe um Comitê de Investimentos.
Comitê de Financiamento	- Não existe um Comitê de Financiamentos.
Comitê de Riscos	- O Comitê de Riscos é responsável pela avaliação dos riscos financeiros, operacionais, ambientais e econômicos; - A área financeira analisa e reporta os riscos financeiros ao Comitê de Riscos.

Quadro 17: Resumo da análise da governança corporativa da Gerdau pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: CVM – Formulário de Referência Gerdau, 2014 e Sítio corporativo da Gerdau

Segundo a metodologia CEPAL a mensuração da governança corporativa da Gerdau foi penalizada pelo alto nível de dependência dos Conselheiros. Cabe ressaltar que as recomendações brasileiras de boas práticas indicam que os conselheiros sejam pessoas sem vínculo profissional na empresa, ou seja, não-executivas. O próprio

formulário de Referência da CVM solicita a informação se é um conselheiro externo, quando o mais completo seria avaliar a independência desse conselheiro da companhia. Na empresa não são formalizados os Comitês de Auditoria, Financiamento e Investimento.

Esses problemas de governança, o alto grau de alavancagem financeira e as incertezas macro-econômicas contribuem para o *rating* da Gerdau atingir patamares médios nas agências classificatórias, mesmo sendo uma empresa líder no segmento, com operações geograficamente diversificada e com alta capacidade tecnológica.

4.7 Braskem

A Braskem é uma empresa petroquímica brasileira, produtora de polímeros, biopolímeros, e outros derivados de petróleo, tais como, eteno, propeno e benzeno, utilizados para a produção de tintas, colchões e pneus. Em outro segmento de negócio, produz bioativos e soda. Suas 36 unidades industriais localizam-se no Brasil, EUA e Alemanha. A atual Braskem foi constituída em 2002, a partir da aquisição da petroquímica COPENE pelos grupos Odebrecht e Mariani. A COPENE, por sua vez, foi constituída em 12 de janeiro de 1972 sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, sendo denominada “Petroquímica do Nordeste Copene Ltda” (BRASKEM, 2014).

Posteriormente à aquisição da COPENE, os proprietários integraram à BRASKEM os seus próprios ativos: OPP Química S.A, Nitrocarbono S.A., Trikem S.A. e Proppet S.A. Ao longo de sua história, outras empresas como Polialden e Paulínia foram adquiridas. Em 2007, em parceria com a Petrobras, a Braskem deu início ao processo de consolidação do pólo Triunfo, com a aquisição dos ativos petroquímicos do Grupo Ipiranga, incluindo o controle da Copesul. Posteriormente, em novembro de 2007, a Petrobras fechou acordo com Braskem e Odebrecht para aportar sua participação nestes ativos e em outros na Braskem (BRASKEM, 2014), que causou diferentes repercussões na imprensa e no mercado de capitais. Os fundadores da Triunfo argumentam que a incorporação não poderia ter ocorrido, visto que eram os controladores e buscam soluções jurídicas para o caso. Em Julho de 2009 a Justiça do Rio Grande do Sul determinou a devolução da Petroquímica Triunfo a seus acionistas e fixou uma multa de R\$ 1 (milhão) por dia de desobediência (REHDER, 2009).

Entretanto, a determinação não foi cumprida, e diversas ações tramitam em diferentes tribunais de justiça no âmbito estadual e federal. Em 2014 foi aberto um

processo de investigação de corrupção e lavagem de dinheiro na Petrobras que tem, entre outras acusações, a ilegitimidade da aquisição da Triunfo pelo grupo Odebrecht, na figura da Braskem (VEJA, 2014).

A Braskem também é questionada pela CVM quanto à transparência das informações divulgadas. Em uma decisão inédita do órgão regulador e a pedido dos acionistas minoritários, a CVM fez uma avaliação dos laudos de incorporação da Triunfo pela Braskem, ocorrida em 2004. A CVM salientou falhas graves, como a falta de avaliação de rubricas contábeis, avaliações incompletas de coligadas e deficiências na mensuração do goodwill, porém, a mancha da Braskem no mercado de capitais ocorre devido ao fato de os Conselhos de Administração e Fiscal terem se isentado das responsabilidades de supervisão e crítica dos trabalhos do órgão de auditoria externa contratado (YOKOI, 2008).

Em 2013 novamente a CVM questiona a Braskem quanto às manipulações de informações contábeis divulgadas ao órgão. A empresa se utilizou do método de contabilidade de *hedge* para atenuar o impacto do dólar. Embora o método seja legal no Brasil, instituído em 2009 a partir da emissão da regra 38 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a prática permite suavizar perdas correntes geradas pela alta da moeda americana somente no resultado futuro, quando ocorre a entrada das receitas em dólar. Essa manobra possibilitou o registro de um prejuízo de R\$ 128 milhões em 2012, quando na realidade (sem o *hedge*), o prejuízo seria cerca de R\$ 1 (um) bilhão (ROSSI, 2013).

No que tange à emissão de títulos corporativos, o Tabela 9 apresenta as últimas emissões de debêntures realizadas.

Tabela 9 – Emissões de debêntures da Braskem

Data	Tipo	Valor	Vencimento	Rating
1º dez 2003	Garantia real; não convertíveis	R\$ 1,2 bilhões	2007	BrA+ (S&P e A+ (Fitch)
16 set 2004	Garantia real; não convertíveis	R\$ 300 milhões	2009	A (Fitch)
28 jun 2005	Quirografárias; não convertíveis	R\$ 300 milhões	2010	BrAA- (S&P)
22 set 2006	Quirografárias; não convertíveis	R\$ 500 milhões	2011	BrAA (S&P)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados disponíveis no sítio ANBIMA-Debêntures, disponível em <http://www.debentures.com.br>

Referente à última oferta, os recursos obtidos com a captação se destinaram ao pagamento de diversas obrigações de principal e de juros devidos no curto prazo, decorrentes de operações de mercado de capitais interno e externo. O saldo dos recursos captados e não utilizados para liquidação de dívidas se destinaram ao reforço de caixa da Braskem (ANBIMA – BANCO DE DADOS - PROSPECTO BRASKEM, 2014).

Em 31 de dezembro de 2013 a Companhia registrava, entre outras obrigações, R\$2.119,8 milhões de empréstimos, financiamentos e debêntures remunerados pela TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) e R\$2.367,6 milhões de empréstimos, financiamentos e debêntures remunerados pela taxa do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e R\$4.979,6 milhões de empréstimos e financiamentos remunerados pela LIBOR (London Interbank Offered Rate) (SEC – FORM 20-F BRASKEM, 2014).

A classificação de risco local segundo a Fitch e a S&P são AA+ e brAAA, respectivamente, refletida pela tendência de recuperação do fluxo de caixa, benefícios fiscais a médio prazo, *spreads* petroquímicos saudáveis e desvalorização do real. A projeção é que as margens EBITDA deverão exceder aproximadamente 12%, o que juntamente com menores despesas de capital, melhora o fluxo de caixa disponível (FCF) nos próximos meses. Espera-se reduzir o grau de alavancagem para abaixo de 2,5 vezes colocando-a em uma melhor categoria de *rating*. Negativamente, a empresa apresenta forte dependência de matérias-primas da Petrobras, que pode aumentar o custo de produção (FITCH, 2014; STANDARD AND POORS, 2014).

A revisão da perspectiva também resulta da política financeira da Braskem com a manutenção de perfil financeiro robusto e gerenciado de forma a conciliar a estratégia de crescimento equilibrada com a sua estrutura de capital (BRASKEM, 2014).

No que tange à governança corporativa, existem dez membros no Conselho de Administração, conforme Quadro 18, e doze conselheiros nos comitês. Dessa forma, todo o Conselho é composto por 22 membros. Isso ocorre porque na Braskem, os conselheiros não compartilham comitês, ou seja, um conselheiro que pertence ao Comitê de Investimentos não participa de outros comitês, salvo o conselheiro Almir Guilherme Barbassa. Dessa forma, há onze conselheiros no Conselho Administrativo, quatro no Comitê de Pessoas e Organização, quatro no Comitê de Finanças e Investimentos e quatro no Comitê de Estratégia e Comunicação, totalizando 23. Caso se

exclua da soma o conselheiro que faz parte do Conselho de Administração e Comitê de Finanças e Investimentos, o número apresentado no Formulário de Referência se explica. A Braskem corresponde, dentre as empresas analisadas, à única que possui o comportamento de formar os comitês com conselheiros fora do Conselho de Administração.

Conselheiro	Formação	Relação Diretoria	Independência
Marcelo Bahia Odebrecht (*)	Engenheiro Civil	Externo	Dependente
José Carlos Consenza	Engenheiro Químico	Externo	Dependente
Alfredo Lisboa Ribeiro Tellechea	Engenheiro Civil	Externo	Independente
Almir Guilherme Barbassa (**)	Economista	Externo	Dependente
Alvaro Fernandes da Cunha Filho	Engenheiro Civil	Externo	Independente
José Alcides Santoro Martins	Engenheiro Civil	Externo	Independente
Marcela Aparecida Drehmer Andrade	Administradora	Externa (Diretora Financeira Odebrecht)	Dependente
Newton Sergio de Souza	Advogado	Externo (vice-presidente Odebrecht)	Dependente
Patrick Horbach Fairon	Engenheiro Eletrônico	Externo	Independente
Roberto Zurli Machado	Engenheiro Civil	Externo	Independente
Andrea Damiani Maia de Andrade	Direito	Externo	Dependente (empregado da Petrobras)
Antônio Aparecida de Oliveira	Engenheiro Mecânico	Externo	Dependente (empregado da Petrobras e órgãos ligados ao Governo Federal)
Arão Dias Tisser	Engenheiro Civil	Externo	Dependente (empregado da Petrobras)
Cláudio de Melo Filho	Administrador	Externo	Dependente (empregado da Odebrecht)
Luiz de Mendonça	Engenheiro	Interno	Dependente

	Mecânico		
Jairo Elias Flor	Administrador	Interno	Dependente
Daniel Bezerra Villar	Engenheiro Civil	Interno	Dependente
José de Freitas Mascarenhas	Engenheiro Civil	Interno	Dependente
Maurício Roberto de Carvalho Ferro	Advogado	Externo	Dependente (empregado da Odebrecht)
Gustavo Tardin Barbosa	Engenheiro Civil	Externo	Dependente (empregado da Petrobras)
Paulo Oliveira Lacerda de Melo	Engenheiro Civil	Interno	Dependente
Mauro Motta Figueira	Engenheiro de Produção	Externo	Dependente

(*) Presidente do Conselho

(**) Presidente do Comitê de Finanças e Investimentos

Quadro 18: Composição do Conselho de Administração da Braskem

Fonte: CVM – Formulário de Referência, 2014

O Quadro 19 resume os principais aspectos mensurados no Indicador CEPAL relativo à governança corporativa da corporação.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- O papel do Conselho, a partir da Legislação vigente e dos Estatutos da Braskem é, em sua essência: 1. garantir adoção pela Braskem de um sistema de governança corporativa que atenda às melhores práticas de mercado; 2. fixar a orientação geral dos negócios; 3. aprovar o planejamento estratégico; 4. submeter à Assembléia Geral os assuntos de sua competência, definidos pelos estatutos; 5. controlar a execução do planejamento pelos relatórios mensais de acompanhamento; - Aprovar a emissão de debêntures conversíveis em ações dentro do limite do Capital Autorizado, e a emissão de debêntures não conversíveis em ações; - Os prospectos atendem aos requisitos legais e regulatórios;
Estrutura do Conselho	- Os membros do Conselho de Administração e Comitês de Finanças e Investimentos, de Pessoas e Organização e de Estratégia e Comunicação somam 22 conselheiros; - A maioria do Conselho é vinculada ao acionista controlador (Odebrecht), ao BNDES ou à Petrobras, parte interessada nos negócios da Braskem.
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente é um conselheiro externo e dependente.
Papel e seleção dos	- Não são evidenciados o planejamento de capacitação ou a

conselheiros	avaliação de desempenho dos conselheiros e do Conselho.
Conselheiros externos	- Os conselheiros externos são, na maioria, indicados pela controladora (Odebretch).
Conselheiros internos	- O diretor de Auditorias internas é o Sr Ismael Campos de Abreu, externo à diretoria, porém com relação de dependência, segundo as regras NYSE.
Comitê de Auditoria	- Não existe comitê de Auditoria. No entendimento da Braskem, o Conselho Fiscal faz o papel do Comitê de Auditoria, porém reconhece que pela legislação brasileira, o Conselho Fiscal não pode definir o Auditor Externo ou sua remuneração. Dessa forma, os assuntos referentes à contratação, supervisão, remuneração e resolução de conflitos empresa x auditor externo não são claramente definidos na Braskem.
Comitê de Investimentos	- Todos os membros do Comitê de Investimento têm relação de dependência com a controlada, a Petrobrás ou BNDES.
Comitê de Financiamento	- O comitê de Financiamento é compartilhado com o Comitê de Investimentos.
Comitê de Riscos	- Não existe Comitê de Riscos.

Quadro 19: Resumo da análise da governança corporativa da Braskem pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: CVM – Formulário de Referência Braskem, 2014 e Sítio corporativo da Braskem, 2014.

As recomendações para a Braskem, de acordo com a metodologia CEPAL, são buscar a independência do Conselho, visto que os membros, quase na totalidade são vinculados aos acionistas controladores (Odebretch e Petrobrás). Essa independência promove a imparcialidade nas decisões e melhora a imagem da empresa frente ao mercado de capitais. Mesmo com o enorme potencial de lucratividade dado o negócio da Braskem, a sua imagem está maculada na CVM, na imprensa e nos órgãos jurídicos devido aos problemas de governança recentes.

A confusão em relação à interpretação do Conselho Fiscal se sobrepondo ao papel do Comitê de Auditoria necessita ser revisada. É recomendável que a Braskem invista em um Comitê de Auditoria.

O excesso de conselheiros na companhia (22) pode gerar morosidade e complexidade desnecessárias no processo decisório, além do alto custo de manutenção dos conselheiros para a empresa.

4.8 ITAÚ UNIBANCO Holding

A *holding* Itaú Unibanco é a administradora do Banco Itaú Unibanco, o maior banco da América Latina desde a fusão do Itaú e do Unibanco em 2008. A *holding* administra também outras empresas Itaú e seus diversos produtos, tais como seguros, cartões de crédito, gestão de ativos e bancos de investimentos.

Em junho de 2014, foi concluída uma reestruturação societária para centralizar o lucro do grupo no Itaú Unibanco SA, enquanto a Itaú BBA (Banco do Atacado) mantém suas atividades de gestão de tesouraria local, e o Itaú Securities como um banco de investimento e negócios de distribuição internacional. A revisão de *rating* feita para contemplar a re-estruturação sinalizou um *rating* de Baa2 para a *holding* (MOODY'S, 2014).

No segmento de instituições financeiras, a emissão de títulos mais comum são as letras financeiras. Nesse tipo de emissão o Itaú Unibanco, juntamente com o Bradesco, correspondem a mais da metade das emissões de letras financeiras no Brasil (PENTAGONO, 2014).

No que tange aos financiamentos, a empresa afirma que a “captação de recursos mediante a emissão de títulos e valores mobiliários, certificados de depósito, papéis comerciais e notas comerciais pode ser feita por nossas agências localizadas nas Ilhas Cayman, Bahamas e em Nova Iorque” (Relatório Consolidado Anual, 2013, p. A-85). O principal objetivo das emissões é aumentar a capacidade de administrar a liquidez, fator preponderante para a boa gestão de uma instituição financeira.

Com relação à capacidade de pagamento dessas dívidas, a Moody's faz uma avaliação positiva da *holding* justificada (i) pela forte presença no mercado doméstico, bancos de varejo e nas atividades de mercado de capitais, fornecendo um fluxo de resultados diversificada, incluindo uma presença internacional reforçando a diferença entre os outros bancos brasileiros; (ii) alta capitalização em apoio à estratégia de expansão orgânica do grupo; (iii) políticas conservadoras de empréstimos possibilitam um perfil de qualidade de ativos globais saudáveis e melhor capacidade de reação às crises de mercado; (iv) robustos perfis de liquidez e de financiamento, sem dependência estrutural nos mercados de capitais internacionais ou financiamento. A avaliação da *holding* é penalizada apenas pela perspectiva negativa de *rating* da dívida do soberano, no caso, o Brasil (MOODY'S, 2014).

Quanto à governança corporativa, aderiu ao nível 1 da classificação BM&F Bovespa em 2001. O conselho de Administração apresenta concentração de membros com relação de dependência da controladora. Em função disso, existe uma preocupação

da *holding* em formalizar a política de imparcialidade e em evitar os conflitos de interesse controlador *versus* acionistas minoritários. No caso de um conselheiro realizar operações com outras empresas do grupo, o estatuto orienta que a operação seja realizada conforme as condições normais do mercado, ou ainda, se necessário, solicitar os pareceres de consultores financeiros aptos a solucionar o conflito e com o envolvimento do Comitê de Partes Relacionadas, da Superintendência de Ética e Ouvidoria.

O Conselho é dividido em 8 comitês, sendo Auditoria, Pessoas, Partes Relacionadas, Nomeação e Governança Corporativa, Gestão de Risco e Capital, Estratégia, Remuneração e Consultivo Internacional.

O Quadro 20 sintetiza as práticas de governança corporativa pela metodologia CEPAL.

Papel do Conselho de Administração quanto à transparência e responsabilidades	- O Conselho de Administração é responsável por: (i) estabelecer as diretrizes gerais da <i>holding</i> e de todas as controladas; (ii) eleger os membros da diretoria e fiscalizar a sua gestão. - Por se tratar de uma instituição financeira, existe uma forte preocupação com a manutenção dos níveis de alavancagem segundo o acordo de Basileia (III). - os recursos provenientes das emissões de títulos são utilizados para manter a liquidez necessária a uma instituição financeira.
Estrutura do Conselho	- Possui 12 membros; - A maioria é dependente;
Papel do Presidente do Conselho	- O presidente do Conselho é dependente (acionista da IUPAR); - Muitos dos conselheiros que alegam ser externos à diretoria, possuem responsabilidades nas diretorias das subsidiárias.
Papel e seleção dos conselheiros	- Os conselheiros, de forma geral, possuem a competência necessária para exercerem as atividades; - O desempenho do Conselho de Administração é avaliado anualmente e visa a assegurar que seus membros estejam alinhados com os valores da organização e que eles representem os interesses de todos os stakeholders.
Conselheiros externos	- Quanto ao conflito de interesses, existe a orientação de não participar de deliberações referentes aos assuntos em que haja conflitos de interesses do membro do Conselho de Administração e, em qualquer circunstância, antes do início de qualquer discussão sobre o tema deve ser comunicado. - Os conselheiros são escolhidos em assembleia.
Conselheiros	

internos	- No comitê de auditoria, o especialista financeiro é independente;
Comitê de Auditoria	- Compete ao Comitê de Auditoria supervisionar: (i) os processos de controles internos e de administração de riscos; (ii) as atividades da auditoria interna; e (iii) as atividades das empresas de auditoria independente. - Compete também ao Comitê zelar (i) pela qualidade e integridade das demonstrações financeiras; (ii) pelo cumprimento das exigências legais e regulamentares; (iii) pela atuação, independência e qualidade do trabalho das empresas de auditoria independente; (iv) pela atuação, independência e qualidade do trabalho de Auditoria Interna; e (v) pela qualidade e efetividade dos sistemas de controle internos e de administração de riscos.
Comitê de Investimentos	- Não existe.
Comitê de Financiamento	- Não existe.
Comitê de Riscos	Compete ao Comitê de riscos: a. apoiar o Conselho de Administração no desempenho de suas responsabilidades relativas à gestão de riscos e capital da Sociedade; b. submeter relatórios e recomendações sobre a definição do apetite de risco da Sociedade, nas dimensões de capital, liquidez, resultados e <i>franchise</i> ; c. garantir o alinhamento com a estratégia de riscos, mantendo níveis aceitáveis de capital e liquidez, tipos e limites de risco, tolerâncias à volatilidade de resultados e a concentrações de risco, diretrizes gerais sobre tolerância a riscos que possam ter impacto sobre o valor do <i>franchise</i> da Sociedade (ex.: risco de imagem); d. supervisão das atividades de gestão e controle de risco da Sociedade; e. atualizar quanto as melhores práticas em relação à gestão e controle de riscos; f. receber relatórios de monitoramento da diretoria; g. revisar políticas e estratégias quanto à política de capital.

Quadro 20: Resumo da análise da governança corporativa da *holding* pela metodologia do Indicador CEPAL

Fonte: SEC – Form 20-K; Formulário de Referência, 2014; sítio corporativo ITAU *Holding* S.A.

O presidente do conselho, Sr. Pedro Moreira Salles, é sócio da IUPAR, empresa que detém 51% do capital votante da Itaú Unibanco Holding, caracterizando a dependência do presidente do Conselho.

De forma geral, a *holding* apresenta aderência à maioria dos padrões sugeridos pela CEPAL. A companhia é penalizada pelo perfil de concentração de membros dependentes no Conselho.

Por se tratar de um banco, a eficiência do Comitê de Risco é fundamental para consolidar a competência de a gestão em exercer o seu papel frente aos clientes. O comitê de riscos, ao menos nas informações divulgadas, é sólido e bem estruturado.

4.9 Análise multicasos

A Tabela 10 apresenta os resultados da avaliação da governança corporativa das empresas selecionadas segundo a metodologia CEPAL. A média das quatro empresas norte-americana apresentou o valor de 4,740 enquanto que a média do Brasil 3,625, num intervalo que poderia variar de 0 a 10. A diferença entre os padrões dos EUA e Brasil, dado os contrapontos existentes entre os dois países, foi abaixo do esperado. A expectativa de que as empresas analisadas dos EUA, por possuir um alto volume de capital negociado, maior maturidade do mercado financeiro e sistemas legais e regulatórios mais consolidados, deveriam apresentar diferenças significativas nos padrões dos mecanismos de governança corporativa em relação ao Brasil não ocorreu.

Uma das explicações para a pequena diferença pode residir no fato do mercado de dívidas do Brasil apresentar características mais seletivas que o mercado acionário. A emissão de títulos possui menor frequência que a comercialização de ações, em contrapartida, o volume negociado numa emissão de dívida é superior ao valor de uma ação. Uma provável consequência é que a magnitude dos valores negociados obriga às empresas emissoras a adoção de mecanismos de governança corporativa que assegurem o retorno adequado aos investidores.

Outro fator deve-se a necessidade da captação de parte desses recursos no mercado financeiro exterior. Ao expandir a possibilidade de endividamento com capital estrangeiro, as empresas brasileiras se adéquam às exigências dos órgãos reguladores dos países de seus credores.

As duas observações acima podem justificar a hipótese da convergência dos mecanismos de governança corporativa entre os EUA e o Brasil ocorrer mais rapidamente no caso dos processos de emissão de títulos do que no mercado de ações.

Os padrões mais adotados de boas práticas de Governança Corporativa, nos dois países, estão relacionados ao tamanho do conselho, proporção de conselheiros externos

e internos, papel dos conselheiros quanto à autorização para emissão de títulos e a divulgação dos prospectos em conformidade aos requisitos dos órgãos reguladores.

Em relação aos padrões menos adotados, a questão das certificações em capacitações financeiras dos conselheiros, relatórios periódicos sobre a utilização dos recursos de financiamento e o papel do Comitê de Financiamento em selecionar intermediários financeiros para colocação de títulos emitidos, representam as práticas de governança corporativas mais ausentes.

Tabela 10. Análise CEPAL das empresas selecionadas

Categorias	Pontos levantados	Score	Estados Unidos					Brasil					EUA e Brasil
			EXXON	NUCOR	GM	BNY	Média	Petro bras	Gerdau	Braskem	ITAU	Média	Média Geral
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	0.377	0.377	0.000	0.283	0.377	0.377	0.377	0.000	0.283	0.283
	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	0.000	0.377	0.377	0.283	0.330
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	0.377	0.377	0.000	0.283	0.377	0.377	0.377	0.377	0.377	0.330
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	0.000	0.000	0.377	0.189	0.377	0.377	0.000	0.377	0.283	0.236
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0.189	0.000	0.189	0.000	0.095	0.000	0.000	0.189	0.189	0.095	0.095
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.189	0.000	0.189	0.095	0.047
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e às emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	0.000	0.189	0.000	0.095	0.189	0.189	0.000	0.000	0.095	0.095
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	0.031	0.031	0.031	0.031	0.031	0.031	0.000	0.000	0.016	0.023
	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	0.031	0.000	0.023	0.027
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0.032	0.032	0.032	0.031	0.032	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.016
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0.189	0.000	0.000	0.189	0.095	0.189	0.000	0.000	0.189	0.095	0.095
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0.000	0.000	0.377	0.000	0.094	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.047

Categorias	Pontos levantados	Score	Estados Unidos					Brasil					EUA e Brasil
			0.095	NUCOR	GM	BNY	Média	Petro bras	Gerdau	Braskem	ITAU	Média	Média Geral
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	0.000	0.000	0.095	0.048	0.095	0.000	0.095	0.095	0.071	0.059
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	0.000	0.000	0.095	0.048	0.095	0.000	0.095	0.095	0.071	0.059
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0.189	0.000	0.189	0.000	0.095	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.047
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Revisa-se periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.000	0.189	0.000	0.189	0.095	0.142
Conselheiros Externos	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	0.189	0.189	0.189	0.189
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.000	0.142	0.165
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0.000	0.189	0.000	0.189	0.095	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.047
Conselheiros Internos	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	0.000	0.377	0.000	0.000	0.094	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.047
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.000	0.000	0.189	0.095	0.142
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.189	0.000	0.000	0.189	0.095	0.142

[illegible]

Categorias	Pontos levantados	Score	Estados Unidos					Brasil					EUA e Brasil
			0.000	NUCOR	GM	BNY	Média	Petrobras	Gerdau	Braskem	ITAU	Média	Média Geral
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0.000	0.000	0.000	0.377	0.094	0.000	0.000	0.000	0.377	0.094	0.094
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0.000	0.000	0.000	0.377	0.094	0.000	0.377	0.000	0.377	0.189	0.141
	O comitê de riscos é responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0.000	0.000	0.000	0.377	0.094	0.000	0.377	0.000	0.377	0.189	0.141
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.377	0.000	0.000	0.094	0.047
TOTAL		10.000	5.191	3.490	5.376	4.999	4.764	3.648	3.269	2.109	5.473	3.625	4.194

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa.

De forma geral, os Conselheiros das empresas brasileiras e norte-americanas analisadas, compartilham a mesma função em outras organizações, e/ou possuem empresas próprias, e/ou são acadêmicos, dentre outras atividades. Se de um lado, a vivência em outras organizações é benéfica no sentido de agregar trocas de experiências, por outro lado pode implicar em sobrecarga de trabalho do conselheiro. Neste caso, o conselheiro cumpre apenas um requisito legal, sem se comprometer de fato com as questões de governança da empresa.

Em relação ao papel do Conselho no que se refere à transparência das informações declaradas no processo de emissão de títulos, apenas as instituições financeiras não declaram como papel do Conselho a autorização das emissões. Esse fato pode ser justificado pela quantidade de papéis emitidos para captação de recursos financeiros inerentes ao próprio negócio. Salvo a Gerdau, que emitiu títulos privados na sua última emissão, e por isso não atendeu aos requisitos legais, as demais instituições atendem plenamente aos requisitos. As informações sobre a destinação dos recursos captados e o impacto na alavancagem financeira são disponibilizadas de forma genérica na maioria das empresas analisadas. Não existe uma padronização quanto às análises dos riscos das emissões. Em cada empresa, essa análise é delegada a um Comitê diferente.

No que tange à estrutura do Conselho, evidenciaram-se diferenças conceituais em relação ao Brasil e aos EUA. No Brasil necessariamente existem dois Conselhos distintos, o Administrativo, focado nas questões estratégicas e o Fiscal, responsável pela supervisão. Em uma empresa analisada (Braskem), além destes existe também os Comitês, formados por pessoas externas ao Conselho de Administração e Fiscal, totalizando 22 conselheiros. Foi a única empresa analisada que possui uma interpretação diferente em relação às normas da CVM.

No Brasil, os papéis do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal, em algumas situações, se sobrepõem. O Comitê de Auditoria foi instituído, principalmente para atender aos requisitos legais internacionais, haja vista a captação de recursos de empresas brasileiras no mercado de capitais global. No Brasil existe a exigência da imparcialidade da fiscalização, ou seja, é necessário um Conselho que fiscalize o trabalho da Diretoria e do Conselho de Administração de forma imparcial. O Comitê de Auditoria se limita a tratar das questões relativas às auditorias, tais como contratação dos auditores externos, resolução de conflitos nas auditorias e remuneração dos auditores.

Nos EUA, o Conselho de Administração é necessariamente dividido em comitês, sendo o Comitê de Auditoria responsável pelas questões das auditorias internas e externas e pela supervisão das atividades dos demais membros e da Diretoria. Nas empresas analisadas, identificaram-se ainda os Comitês de Remuneração, Governança Corporativa, Executivo e Relações Públicas e em alguns casos a existência do Comitê de Financiamento e Comitê de Riscos.

De forma geral, não existe uma sistemática declarada quanto ao treinamento e à avaliação de desempenho dos Conselhos analisados. A preocupação com a competência dos conselheiros em Financiamento Corporativo é percebida apenas em parte das empresas analisadas. Competências estratégicas como visão sistêmica, capacidade de atuar globalmente, realizar alianças e lidar com conflitos são predominantes em relação à capacidade de gestão financeira.

A questão da responsabilidade legal e criminal pela veracidade das informações divulgadas na emissão dos títulos não é adotada na amostra brasileira, e nos casos norteamericanos evidenciada em apenas uma organização.

O papel do Comitê de Auditoria, a responsabilidade do diretor da auditoria, o planejamento e a sua execução, dentre o rol de empresas analisadas, apresentou uma melhor estruturação nas empresas estadunidenses.

Os comitês de Riscos, Financiamento Corporativo e Investimentos, quando existentes, não apresentam pleno cumprimento dos padrões indicados pela CEPAL, demonstrando a necessidade de um amadurecimento.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi uma análise multicasos, de empresas brasileiras e norte-americanas, quanto aos padrões dos mecanismos de governança corporativa no processo de emissão de títulos de dívidas. A metodologia escolhida foi o Indicador CEPAL, uma ferramenta quantitativa desenvolvida para mensurar o nível de risco de governança e controles internos.

Segundo essa metodologia, as boas práticas de governança corporativa são quantificadas, atribuindo um valor para cada prática realizada. A “nota” final da organização corresponde à soma desses valores, podendo variar de zero a 10. As empresas brasileiras e norte-americanas foram selecionadas segundo os mesmos critérios dos trabalhos anteriores em que se utilizou a metodologia CEPAL, qual seja, a análise de empresas com ocorrência de *default*, casos de sucesso e uma instituição financeira (DE PAULA; RIBEIRO; ALMEIDA, 2012).

Os Estados Unidos foram o país escolhido como objeto de estudo de comparação com o Brasil por apresentarem significativos contrapontos no que se refere ao processo de emissão de títulos e mecanismos de governança corporativa. A maturidade do mercado de capitais e o volume de capital movimentado, bem como a trajetória da governança nesse país podem sinalizar oportunidades de desenvolvimento dos mecanismos nas empresas brasileiras e demais empresas pertencentes aos países membros da CEPAL. Em outras palavras, as práticas de governança corporativa nos EUA podem auxiliar na padronização dos mecanismos de governança dos países sob a área de atuação da CEPAL e, por consequência, na evolução do mercado de capitais e desenvolvimento econômico dos países latinos e Caribe.

As justificativas deste estudo envolvem ainda duas principais questões. A primeira é que os estudos acerca da governança corporativa discutem predominantemente a análise do mercado acionário. Este estudo se propôs a avaliar as questões relativas às emissões de títulos de dívida. A segunda questão é a diferenciação da abordagem. A literatura sobre o tema apresenta concentração na abordagem quantitativa enquanto o presente trabalho se utiliza também de uma abordagem qualitativa, com um caráter investigativo e uma amostra reduzida de empresas. Essas características possibilitaram uma análise em profundidade dos aspectos relacionados à emissão de títulos e governança corporativa, que seriam inviáveis em uma amostra maior.

Como resultado geral, a média das empresas avaliadas foi de 4,183. As empresas norte-americanas apresentaram um média de 4,740 enquanto as empresas brasileiras 3,625. Essa pequena diferença encontrada nos padrões dos mecanismos de governança corporativa dos dois países contraria parte da literatura acerca do tema, pois, é esperado que países com forte proteção legal e maturidade do mercado financeiro apresente diferenças significativas nas práticas de governança (LA PORTA *et al*, 2002; KAPLER, LOVE, 2002).

Duas possíveis explicações para a baixa diferença dos resultados encontrados nas empresas norte-americanas e brasileiras, segundo a metodologia CEPAL, são as características mais seletivas do mercado de títulos e a internacionalização do mercado de capitais.

Dado que o controlador brasileiro tem comportamento patrimonialista, ou seja, prefere o endividamento, mesmo a custos mais altos, para não diluir o seu capital (PEREIRA, 2013). Além disso, os títulos de dívidas são ofertados em grandes emissões e apresentam menor liquidez que o mercado acionário, tornando o mercado de dívidas mais seletivo que o mercado de ações. Dessa forma, a magnitude dos volumes de capital faz com que as empresas emissoras adotem mecanismos de governança corporativa para assegurar o retorno adequado aos investidores.

A captação de parte desses recursos no mercado financeiro exterior, por sua vez, obriga as empresas se adequarem às exigências dos órgãos reguladores dos países de seus credores.

A contribuição desse estudo reside na consideração de que os padrões de governança corporativa dos EUA e do Brasil tendem a uma melhor convergência quando se trata do mercado de emissão de títulos corporativos do que em relação ao mercado acionário.

As principais diferenças entre as práticas de governança do Brasil e EUA se referem à questão da independência dos conselheiros e à separação dos Conselhos de Administração e Fiscal.

No Brasil os órgãos reguladores propõem como boa prática de governança a desvinculação de alguns conselheiros das atividades da Diretoria da empresa, ou seja, a contratação de conselheiros externos. Nos EUA e de acordo com a metodologia CEPAL, é recomendado que o conselheiro, além de ser externo à organização, também seja independente. O conceito de independência é amplo e envolve desde a participação acionária do conselheiro na empresa até a existência de interesses pessoais conflitantes

nas decisões da empresa com os interesses dos acionistas. Neste quesito, as empresas brasileiras selecionadas não obtiveram nenhuma pontuação, pois tanto a questão que se refere à maioria do Conselho ser formada por conselheiros independentes, quanto a questão de o presidente do Conselho ser um membro independente, foram contrariadas nas quatro empresas avaliadas.

A classificação do conselheiro ou presidente segundo a independência é, sem dúvida, mais completa e confiável que apenas a classificação “externo”. Esse critério poderia ser revisto pelos órgãos reguladores e na busca por um *benchmark*, mudar tal conceito.

Outro aspecto é a diferença conceitual nos Conselhos dos EUA e Brasil. Nos EUA todos os conselheiros fazem parte do conselho de Administração, e o seu trabalho é dividido em comitês, no geral, comitê de Auditoria, Remuneração e Governança Corporativa. No caso do Brasil, existem dois conselhos, um Conselho Administrativo e um Conselho Fiscal com membros diferentes em cada um, conforme Lei das Sociedades Anônimas.

Alguns Conselheiros são membros de Conselhos de outras organizações, ou possuem atividades como consultorias, empresas, docência e atividades em ONGs. Seria interessante que o indicador CEPAL e outros indicadores atentassem para o fato da sobrecarga de trabalho e, conseqüentemente, do cumprimento parcial do papel de conselheiro, e comesçassem a realizar o questionamento também do envolvimento dos conselheiros em outras atividades.

A existência de dois Conselhos: Fiscal e de Administração e a sua relação com o Comitê de Auditoria também necessita de melhores esclarecimentos. A redundância dos papéis pode gerar dispêndios de recursos desnecessários, burocratizar a governança e proporcionar diferentes interpretações como é o caso da Braskem.

No que tange à análise individual das empresas, a ExxonMobil atende à praticamente metade dos padrões de governança propostos pela CEPAL. Apesar das tentativas de separação do CEO da presidência do Conselho, este continua acumulando as funções. A ausência do Comitê de Investimentos e o papel da análise dos riscos financeiros e corporativos estarem vinculados ao Comitê de Diretores contribuíram para a avaliação.

A Nucor recebeu sinal de alerta das agências classificadoras de risco após a crise de 2008. A avaliação pelo Indicador CEPAL sinaliza problemas referentes à falta de informação da destinação dos recursos captados, falta de sistematização da gestão dos

riscos, acúmulo de funções entre CEO e presidente do Conselho e ausência dos Comitês de Investimentos e Financeiro.

A história da governança corporativa nos EUA conta com a própria trajetória de governança da GM. Tal fato se refletiu no resultado da avaliação da governança corporativa segundo a metodologia CEPAL, já que a GM apresentou os melhores resultados dentre as oito empresas avaliadas. Entretanto, tal histórico de governança não foi suficiente para impedir a quebra da empresa na crise global de 2008. De acordo com a metodologia, a GM necessita investir na capacitação em gestão financeira dos conselheiros e na institucionalização do Comitê de Riscos.

A análise do BNY Mellon demonstra uma preocupação com os atendimentos ao acordo de Basileia III, a existência dos comitês propostos pelo Indicador CEPAL, a independência dos conselheiros e a capacitação dos mesmos.

As principais considerações em relação à Petrobras, segundo a metodologia CEPAL, referem-se à forte dependência do Conselho em relação aos interesses do acionista majoritário, à inexistência dos Comitês de Investimento, de Financiamento Corporativo e de Riscos. A ausência desses comitês expõe a fragilidade do Conselho em tomar as decisões referentes ao alto grau de alavancagem, problemas no fluxo de caixa e à transparência das ações, ocasionando problemas no *rating* da Petrobras e quebra de confiança dos investidores, aumentando o custo de endividamento.

Sobre a Gerdau, o indicador CEPAL sinalizou a forte dependência do Conselho em relação ao acionista controlador, à deficiência de capacitação dos conselheiros em questões financeiras e, embora exista um Comitê de Auditoria, este não é estatutário, ou seja, os membros não fazem parte do Conselho Fiscal ou de Administração.

A Braskem apresenta o maior número de conselheiros dentre a amostra analisada, totalizando 22. É a única que não apresenta um Comitê de Auditoria justificando que esse trabalho é feito pelo Conselho Fiscal e que atende aos princípios recomendados de imparcialidade da supervisão.

Por fim, o banco Itaú Unibanco Holding S.A. apresentou os melhores indicadores segundo a metodologia CEPAL, sendo penalizada pela relação de dependência dos conselheiros e presidente com os interesses da *holding*.

Como limitações, este estudo utiliza a metodologia do Indicador CEPAL, “*uma ferramenta que reflete o nível de risco e controle interno relacionados especificamente com os processos de emissão de títulos*” (p. 44, GALINDO, 2012). Dessa forma, outros

tipos de captação de recursos não são analisados, tal como o processo de captação pelo mercado acionário.

O processo de financiamento pela disponibilização de títulos corporativos é oneroso para o emissor, tornando-se inviável para pequenas corporações, o que implica uma concentração de emissões de títulos realizadas em empresas com grandes ativos patrimoniais. Como essa pesquisa necessita de informações a respeito das emissões (prospectos, *ratings*, default), as empresas que fazem parte da amostra tem em comum a característica de possuírem altos valores de ativo patrimonial.

Outra limitação refere-se à fonte de dados. De forma geral, as informações foram coletadas a partir de fontes divulgadas pelas próprias empresas. Neste caso, pode ocorrer distorção entre o que é praticado de fato e o que é estatutário na organização. Por se tratar de uma pesquisa com caráter também qualitativo, existe a limitação relativa à interpretação, pois apesar da forte tentativa de sistematizar a pesquisa, essa limitação não pode ser descartada.

Pesquisas futuras podem considerar a análise dos mecanismos de governança corporativa no processo de emissão de títulos pela metodologia CEPAL nos BRICS, visto que esses países vêm se destacando no cenário internacional, tanto pelas oportunidades de desenvolvimento no mercado financeiro, quanto pela semelhança dos problemas sociais e de infra-estrutura.

Estudos futuros podem ainda utilizar o Indicador CEPAL em outras empresas considerando diferentes tamanhos e outros segmentos de negócios ou em abordagens mais quantitativas, como por exemplo, em modelos econométricos que considerem a relação entre a “nota” do Indicador CEPAL e os *spreads* dos títulos corporativos.

REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V. Corporate governance and director accountability: an institutional comparative perspective. **British Journal of Management**, v.16, n.1, p. S39-S53, 2005.

ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel W.; LAFOND, Ryan. **The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings**. *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming, 2006.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS DE CAPITAIS. ANBIMA. Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011, 44 p., Disponível em: <http://www.portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/perspectivas>. Acesso em Março de 2014.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. ANDIMA. Debêntures (Estudos Especiais, Produtos de Captação), Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008, 128 p., Disponível em www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/debentures.pdf.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS DE CAPITAIS. ANBIMA. Sítio eletrônico. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/>. Acesso em Setembro de 2014.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS DE CAPITAIS. ANBIMA. Banco de Dados: Prospectos e Suplementos; Emissor: BRASKEM. Disponível em: http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadocumentacao/prospectos/prospectos_r.asp?coluna=1&ordem=a. Acesso em Julho de 2014.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L, SILVA, S. S. Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**. v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

BAUER, M.; GASKELL, G. **Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: Um manual prático**. Petrópolis: Vozes, 2002.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Debt securities Statistic. Disponível em: http://www.bis.org/statistics/r_qa1409_hanx11d.pdf. Acesso em Outubro de 2014.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan publishing company, 1932.

BLOOMBERG. Company Profile ExxonMobil Corp. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/profiles/companies/XOM:US-exxon-mobil-corp>. Acesso em Julho 2014.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. Soluções para empresas – segmentos de listagem. BM&BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em Março 2014.

BRASIL. Lei 10303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em Março de 2014.

BRASKEM (2014). Site eletrônico da empresa. Disponível em: <http://www.braskem-ri.com.br/>. Acesso em 2014.

BNYMELLON. Site eletrônico da empresa. Disponível em: <https://www.bnymellon.com/us/en/investor-relations/index.jsp>. Acesso em 2014.

BNYMELLON. 2013 Annual Report. Disponível em: https://www.bnymellon.com/_global-assets/pdf/investor-relations/annual-report2013.pdf. Acesso em Setembro de 2014.

BNYMELLON. 2013 Form 10-K. Disponível em: <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=87345&p=irol-sec>. Acesso em Setembro de 2014.

BNYMELLON. Proxy Statement. Disponível em: https://www.bnymellon.com/_global-assets/pdf/investor-relations/notice-of-2014-annual-meeting-of-stockholders.pdf. Acesso em Setembro de 2014.

CADBURY, Report. **The financial aspects of corporate governance**. 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 21 de Março de 2014.

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

CATAPAN, A.; CHEROBIM, A. P. M. S. Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 9, n. 1-2, p. 207-230, 2011

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**. v.4, p. 386-405, 1937.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Junho, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=cartilha>. Acesso em Março de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório Anual**. Disponível em: CVM http://www.cvm.gov.br/port/relgest/RELATORIO_ANUAL_2012.pdf. Acesso em Março de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Formulário de Referência Petrobrás 2014 V.2**. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=39542>. Acesso em Agosto de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Formulário de Referência Gerdau 2014 V.1**. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=38431>. Acesso em Setembro de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Formulário de Referência Braskem 2014 V.3**. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=39208>. Acesso em Setembro de 2014.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**. v. 22, n.55, p. 45-63, 2011.

DE PAULA, G.M.; RIBEIRO, K. C. S.; ALMEIDA, N. S. Emisión de títulos de deuda y gobernanza corporativa en el Brasil: Un análisis multicases. In: NÚÑEZ, G.; ONETO, A. (Org.) **Gobernanza Corporativa en el Brasil, Colombia y Mexico: La Determinacion del Riesgo en la Emision de Instrumentos de Deuda Corporativa**. 2012. p. 65-110. Disponível em <http://www.cepal.org/Publicaciones>. Acesso em Março de 2014.

DE PAULA, G. M. Gobernanza corporativa, políticas públicas, mercado de capitales e inversiones extranjeras. In: NÚÑEZ, G.; ONETO, A.; DE PAULA, G. M. (Org.) **Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en America Latina**. 2009. p. 9-37. Disponível em <http://www.cepal.org/Publicaciones>. Acesso em Março de 2014.

DISTRESSED DEBT SECURITIES. Distressed Debt Securities Newsletter. Disponível em: http://www.distresseddebtsecurities.com/Distressed_Debt_Newsletter.cfm. Acesso em Junho de 2014.

DRIESSEN, J. Is Default Event Risk Priced in Corporate Bonds? **The Review of Financial Studies**, v. 18, n. 1, p. 165-195, 2005

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; AGRAWAL, D.; MANN, C. Explaining the rate spread on corporate bonds. **The Journal of Finance**. v. 56, n. 1, p. 247-277, 2001.

EXXONMOBIL (2014a). Sítio Eletrônico Corporativo. Disponível em: <http://corporate.exxonmobil.com>. Acesso em Julho de 2014.

EXXONMOBIL (2014b). *Sítio Eletrônico Corporativo*. Disponível em: <http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-irhome>. Acesso em 10 Agosto de 2014.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R., Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**. v. 33, n. 1, p. 3–56, 1993.

FITCH RATINGS (2014). **Fitch Affirms General Motors' and General Motors Financial's IDRs at 'BB+'; Outlook Positive**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=858954. Acesso em Agosto de 2014.

FITCH RATINGS (2014). **BNY Mellon's 2Q'14 Core Results Consistent with Expectations**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=840757. Acesso em Setembro de 2014.

FITCH RATINGS (2014). **Fitch Atribui Rating 'AAA(bra)' a Proposta de 4ª Emissao de Debentures da Petrobras**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=829879, acesso em 03 de Outubro 2014.

FITCH RATINGS (2014). **Assignment of Surplus Volume to Pressure Petrobras' Cash Flow**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=836896. Acesso em Julho de 2014.

FITCH RATINGS (2014). **Fitch Affirms Gerdau's IDRs at 'BBB-'; Outlook Stable**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=796948. Acesso em Agosto de 2014.

FITCH RATINGS (2014). **Fitch affirms Braskem's IDR at 'BBB-'; Outlook Revised to Stable**. Disponível em: https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=888794. Acesso em 03 Outubro de 2014.

FISHER, L., Determinants of the risk premiums on corporate bonds. **Journal of Political Economy**, v. 67, n. 3, p. 217–237, 1959.

GALINDO, H. P. Gobernanza corporativa y determinacion de riesgos para la emision de instrumentos de deuda en el Brasil, Colombia y Mexico: Uma propuesta metodologica. In: NÚÑEZ, G. ONETO, A. (Org.) **Gobernanza Corporativa en el Brasil, Colombia y Mexico: La Determinacion del Riesgo en la Emision de Instrumentos de Deuda Corporativa**. 2012. p. 23-63. Disponível em <http://www.cepal.org/Publicaciones>. Acesso em Março de 2014.

GENERAL MOTORS. **Form 20-F (2014)**. Disponível em: <http://www.gm.com/company/investors/sec-filings.html>. Acesso em Agosto 2014.

GENERAL MOTORS (2014). *Sítio Eletrônico Corporativo*. Disponível em: <http://www.gm.com/company/investors.html>. Acesso em Agosto 2014.

GENERAL MOTORS (2014). **Proxy Statement**. Disponível em: http://www.gm.com/content/dam/gmcom/COMPANY/Investors/Stockholder_Information/PDFs/2014_GM_Proxy_Statement.pdf. Acesso em Agosto 2014.

GERDAU. **Sítio Eletrônico da Empresa**. Disponível em: <http://gerdau.infoinvest.com.br/ptb/s-2-ptb.html>. Acesso em 2014.

GERDAU (2014). **Ata da Assembleia Geral Extraordinária (26 de agosto de 2014)**. Disponível em: <http://gerdau.infoinvest.com.br/ptb/6205/2014.08.26%20-%20GERDAU%20SA%20AGE%202014.pdf>

GERDAU. **Formulário 20-F**. Disponível em: <http://gerdau.infoinvest.com.br/enu/6006/ArquivamentoSITEdeRI.pdf>. Acesso em Agosto de 2014.

GIACOMONI, B. H. **O impacto da liquidez nos retornos esperados das debêntures brasileiras**. FGV, 2011, 55 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, New York, 2003.

HOLMSTRON, B.; KAPLAN, S. N. The state of U.S. corporate governance: What's right and what's wrong? **Journal of Applied Corporate Finance**, v.15, n.3, p. 8-20, 2003.

HOWSON, N. C. When 'good' corporate governance makes 'bad' (financial) firms: the global crisis and the limits of private law. *Michigan Law Review*, First Impressions, v. 108, p. 44, **University of Michigan Law & Economics**, Olin Working Paper n. 9-24. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1511904>>. Acesso em Março de 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em Março de 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Origens da Governança**. São Paulo: IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em Março de 2014.

INCOME SECURITIES ADVISORS – ISA. **Corporate Default Candidates. Distressed Debt Securities**. Disponível em: http://www.distresseddebtsecurities.com/Corporate_Default_Candidates.cfm Acesso em Fevereiro de 2014.

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

JOHN, K.; LYNCH, A. W.; PURI, M. Credit rating, collateral and loan characteristics: implication for yield. **Journal of Business**. Chicago. v. 76. n. 3, p. 371-410, July, 2003.

KISH, R.; LIVINGSTON, M. Determinants of the Call Option on Corporate Bonds. **Journal of Banking and Finance**. v. 16, p. 687-703, North-Holland, 1992.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. **Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets**. World Bank Policy Research Working Paper. n. 2818, 2002.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**. v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**. V. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **The Business Lawyer**. v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

MOODY'S (2013). **Moody's Assigns Baa1 to Nucor's sr. Unsec Note Issue; Outlook Stable**. Disponível em: https://www.moody.com/research/Moodys-assigns-Baa1-to-Nucors-sr-unsec-note-issue-outlook--PR_278311. Acesso em Agosto de 2014.

MOODY'S (2014). **Moody's assigns Baa3 rating to Gerdau's proposed up to USD 1.25 billion senior unsecured notes due 2024**. Disponível em: https://www.moody.com/research/Moodys-assigns-Baa3-rating-to-Gerdaus-proposed-up-to-USD--PR_296793. Acesso em Julho de 2014.

MOODY'S (2014). **Credit Opinion: Itaú Unibanco Holding S.A.** Disponível em: https://www.moody.com/research/Ita-Unibanco-Holding-SA-Credit-Opinion--COP_600008462. Acesso em Setembro de 2014.

NAKAYASU, G. N. **O impacto do anúncio da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. São Paulo, 2006. 134 f. Dissertação de Mestrado do Programa de Pós-Graduação, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

NUCOR (2014). **Sítio Eletrônico Corporativo**. Disponível em: <http://www.nucor.com/investor/>. Acesso em Julho de 2014.

NUCOR (2014). **Proxy Statement de março de 2014**. Disponível em: <https://materials.proxyvote.com/670346>. Acesso em Agosto de 2014.

NÚÑEZ, G., VELLOSO, H. El papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y desarrollos de los mercados de capital em Estados Unidos. In: In: NÚÑEZ, G. ONETO,

A., DE PAULA, G. M. (Org.) **Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercado de Capitales en América Latina**. 2009. p. 107-140. Disponível em <http://www.cepal.org/Publicaciones>. Acesso em Março de 2014.

NÚÑEZ, G.; ONETO, A.; DE PAULA, G. M. (Org.) **Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina**. 2009. 362 p. Disponível em <http://www.cepal.org/Publicaciones>. Acesso em Março de 2014.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em 24 de Março de 2014.

PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 216 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2012.

PEIXOTO, M. F.; FORTI, C. A. B.; SANTIAGO, W. D. P. **Um estudo da relação entre Governança Corporativa e Indicadores de Desempenho: Estado da Arte no período de 2002 a 2008**. In: XII Seminários em Administração da FEA-USP (SEMEAD), São Paulo. 2009.

PENTAGONO. **Informações aos Investidores**. 2014. Disponível em: <http://www.pentagonotruster.com.br/Emissoes.aspx?TipoID=7>. Acesso em 05 de Outubro de 2014.

PEREIRA, V.S. **Ensaio Sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-Americanas**. 2013, 138 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

PEROBELLI, F. F. C.; DE SOUZA LOPES, B.; DI MICELI DA SILVEIRA, A. Planos de opções de compra de ações e o valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v.10, n.1, 2012.

PETROBRAS (2014). **Sítio eletrônico da empresa**. Disponível em: <http://investidorpetrobras.com.br/pt/home.htm>. Acesso em 2014.

PETROBRAS (2014). **Form F-3**. Disponível em: <http://investidorpetrobras.com.br/pt/acoes-e-titulos-de-dividas/prospectos/form-f-3-registro-generico-shelf-registration-enviado-para-a-sec/form-f-3-registro-generico-shelf-registration-enviado-para-a-sec.htm>. Acesso em Julho de 2014.

PÓVOA, A. Petrobras, o sonho, a realidade e São Tomé. **Capital Aberto**. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/alexandre-povoa/Petrobras-o-sonho-a-realidade-e-sao-tome>. 2013.

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2. ed. New York: The Free Press, 1998.

REHDER, M. Justiça Barra Incorporação da Triunfo. **Economia Estadão** (2009). Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,justica-barra-incorporacao-da-triunfo,396452>. Acesso em Setembro de 2014.

REUTERS (2009,a). **Fate of GM in hands of US bankruptcy judge**. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/2009/07/02/gm-sale-idUSN028795420090702>. Acesso em Julho de 2014.

REUTERS (2009,b). **Judge approves sale of GM assets**. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/2009/07/06/us-gm-assets-sb-idUSTRE5650IW20090706>. Acesso em Julho de 2014.

REUTERS (2012). **Venezuela abandona tribunal do Banco Mundial**. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/idBRSPE80O08420120125>. Acesso em Agosto de 2014.

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

ROGERS, P; RIBEIRO, K.; SECURATO, J. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Salvador, BA, Brasil, v. 30, 2006.

ROSSI, A. Lupa sobre o Hedge. **Capital Aberto** (2013). Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/lupa-sobre-o-hedge/#.VDvi7mddVLI>. Acesso em Setembro de 2014.

ROZENBAUM, S. **As debêntures conversíveis em ações podem ser um instrumento financeiro eficaz na captação de recursos a longo prazo para as empresas brasileiras?** 2004. 104f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração. 2004

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v.48, n.2, p.79-86, Abr/Jun 2008.

SAITO, R.; SHENG, H. H.; BANDEIRA, M. L. Governança Corporativa Embutida nas Escrituras de Debêntures Emitidas no Brasil. **Revista de Administração (RAUSP)**, São Paulo, v. 42, n.3, p. 280-292, Jul/Ago/Set 2007.

SALOMÃO, A; GOULART, J. CVM exige que JBS revele sócio de Delaware. **Estadão**. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-exige-que-jbs-revele-socio-de-delaware-imp,1506441>. Acesso em 09 de Julho de 2014.

SARBANES-OXLEY ACT. 2002. Disponível em <http://www.gpo.gov/fdsys/granule/STATUTE-116/STATUTE-116-Pg745/content-detail.html>. Acesso em Março de 2014.

SCHÜFFNER, C. Conselheiro Estuda Denunciar a PETROBRAS na CVM. **Valor Econômico**. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3595718/conselheiro-estuda-denunciar-Petrobras-na-cvm#ixzz35q8T3hqm>. Acesso em Junho de 2014.

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. SIFMA. Research Quarterly, Second Quarter 2014, **Research Report**. Disponível em <http://www.sifma.org/research>. Acesso em 5 de Julho de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Final Prospectus Supplement ExxonMobil Corporation**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/34088/000119312514104504/d692921d424b2.htm>. Acesso em Agosto de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Form 10 K (2013): Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, ExxonMobil Corporation**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/34088/000003408814000012/xom10k2013.htm>. Acesso em Agosto de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Schedule 14A (2013): Proxy Statement Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, ExxonMobil Corporation**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/34088/000119312513152355/d460324ddef14a.htm>. Acesso em Agosto de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Form 10 K (2013): Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Nucor**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/73309/000119312514077349/d642821d10k.htm>. Acesso em Agosto de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Final Prospectus Supplement: Nucor**. Disponível em: <http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0000073309&type=424&dateb=&owner=exclude&count=40>. Acesso em Setembro de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Form S-3: Registration Statement Under The Securities Act of 1933, Nucor Corporation (2014)**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/73309/000119312514315854/d776547ds3asr.htm>. Acesso em Setembro de 2014.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Form S-3: Registration Statement Under The Securities Act of 1933, General Motors Company (2013)**. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1467858/000119312513177056/d527317ds3asr.htm>. Acesso em Agosto de 2014

SECURITY EXCHANGE COMMISSION, SEC. **Form 20-F (2014): Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Braskem**. Disponível em: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1071438/000129281414000902/bakform20f_2013.htm. Acesso em Junho de 2014.

SILVA, E. D. S.; SANTOS, J. F.; TORRES, F. J. V.; FERREIRA, L. F. V. D. M. **Os efeitos da Governança Corporativa sobre o ratings de crédito das Debêntures emitidas por empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança da Bovespa.** In: XXXIII. Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (EnANPAD), São Paulo, 2009.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia de Pesquisa e Elaboração de Dissertação.** Universidade Federal de Santa Catarina-UFSC, 2005.

SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. **Saint Paul Institute of Finance.** 2005.

SILVEIRA, A. D. M. Separação de Cargos na ExxonMobil não é aprovada. **Capital Aberto.** 2008. Disponível em <http://www.capitalaberto.com.br/temas/separacao-de-cargos-na-exxon-mobil-nao-e-aprovada/#.VDg6v2ddVLk>. Acesso em Agosto de 2014.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista Administração Contemporânea (RAC)**, Curitiba: v.12, n.3, p. 763-788, Jul/Set 2008.

SHENG, H. H. **Ensaio sobre Emissões de Corporate Bonds (Debêntures) no Mercado Brasileiro.** 92 f. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.

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

STANDARD AND POORS (2014). **Nucor Corp. 'A' And 'A-1' Ratings Affirmed; Outlook Is Negative.** Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us?articleType=HTML&assetID=1245374207667>. Acesso em Setembro de 2014.

STANDARD AND POORS (2014). Braskem 'BBB-' Global Scale And 'brAAA' National Scale Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us?articleType=HTML&assetID=1245372519933>. Acesso em Setembro de 2014.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism.** New York: The Free Press, 1985.

VEJA, 2014. **Empresário Relata Ameaça de Ex-diretor da Petrobras.** Disponível em: <http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/empresario-relata-ameaca-de-ex-diretor-da-petrobras>. Acesso em Agosto de 2014.

YAHOO FINANCE, 2014a. Dados sobre Exxon Mobil Corporation. Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/q/pr?s=XOM>. Acesso em 12 de Setembro de 2014.

YAHOO FINANCE, 2014b. Dados sobre Nucor Corporation. Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/q/mh?s=NUE>. Acesso em 21 de Setembro de 2014.

YAHOO FINANCE, 2014c. Dados sobre General Motors Company. Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/q/mh?s=GM%2C+&q1=1>. Acesso em 05 de Outubro de 2014.

YAHOO FINANCE, 2014d. Dados sobre The Bank of New York Corporation (BK). Disponível em <https://br.financas.yahoo.com/q/mh?s=BK%2C+&q1=1>. Acesso em Agosto de 2014

YOKOI, Y. Em Ação Inédita, CVM Opina sobre Laudos de Avaliação. **Capital Aberto**, 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/em-acao-inedita-cvm-opina-sobre-laudos-de-avaliacao/#.VDvi4mddVLL>. Acesso em Setembro de 2014.

APÊNDICES

1. Lei das Sociedades por Ações:

Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

(...)

Art. 163. Compete ao conselho fiscal:

I - fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral;

III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

IV - denunciar aos órgãos de administração, e se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis a companhia;

IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;

VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;

VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;

VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

§ 1º Os órgãos de administração são obrigados, através de comunicação por escrito, a colocar à disposição dos membros em exercício do conselho fiscal, dentro de 10 (dez) dias, cópias das atas de suas reuniões e, dentro de 15 (quinze) dias do seu recebimento, cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e, quando houver, dos relatórios de execução de orçamentos.

§ 2º O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Os membros do conselho fiscal assistirão às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre os assuntos em que devam opinar (ns. II, III e VII).

§ 4º Se a companhia tiver auditores independentes, o conselho fiscal, a pedido de qualquer de seus membros, poderá solicitar-lhes esclarecimentos ou informações, e a apuração de fatos específicos. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 5º Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta.

§6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.

§7º As atribuições e poderes conferidos pela lei ao conselho fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia.

§ 8º O conselho fiscal poderá, para apurar fato cujo esclarecimento seja necessário ao desempenho de suas funções, formular, com justificativa, questões a serem respondidas por perito e solicitar à diretoria que indique, para esse fim, no prazo máximo de trinta dias, três peritos, que podem ser pessoas físicas ou jurídicas, de notório conhecimento na área em questão, entre os quais o conselho fiscal escolherá um, cujos honorários serão pagos pela companhia. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)

2. Correlação de ratings das principais agências

Moody's	S&P	Fitch	Risco
Aaa	AAA	AAA	<i>Prime</i>
Aa1	AA+	AA+	Grau elevado
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Grau médio elevado
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Grau médio baixo
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Grau de não-investimento especulativo
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Altamente especulativo
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Risco substancial
Caa2	CCC		Extremamente especulativo
Caa3	CCC-		Em moratória com uma pequena expectativa de recuperação
Ca	CC		
	C		Em moratória
C	D	DDD	
/		DD	
/		D	

3. Quadro-resumo das evidências e análise da ExxonMobil segundo o Indicador CEPAL.

Categorias	Pontos Levantados	Score	EXXON	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	Conforme <i>guideline</i> do conselho: "emissão e aquisição de dívida de longo prazo ou de ações, e a fixação da contrapartida de ações próprias a serem alienados pela Companhia, exceto como delegada ao Tesoureiro, (...) autoridade para celebrar o financiamento de isenção de impostos das instalações e operações da Companhia ou de suas afiliadas," Sítio corporativo
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, os prospectos atendem ao formulário S-3, 10-K e outros correspondentes.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Conforme prospecto "o financiamento de capital é para aquisições, investimentos de capital de giro, refinanciamento de uma parcela de nosso empréstimo de <i>commercial papers</i> existentes e outras oportunidades de negócios".
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	Conforme <i>guidelines</i> "O Comitê de Finanças supervisiona risco associado a instrumentos financeiros, políticas financeiras e estratégias, e estrutura de capital"
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0.189	Conforme <i>guideline</i> do comitê de finanças: "(...) aprovar a emissão ou garantia pela Corporação de valores mobiliários ou de qualquer financiamento que a Comissão determina ser o equivalente da dívida (...) tomar outras ações e fazer essas outras ações que possam ser necessárias ou apropriadas em relação à emissão e / ou garantia pela Companhia de Valores Mobiliários."
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	Não existe um comitê de riscos. Na EXXON, a supervisão de risco é de responsabilidade total do Conselho de Diretores. A gestão de risco financeira é delegada ao Comitê Financeiro conforme: "O Comitê de Finanças supervisiona risco associado a instrumentos financeiros, políticas financeiras e estratégias e estrutura de capital." <i>Proxy Statement</i> 2014
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Sim: "O Comitê de Auditoria supervisiona os riscos associados aos assuntos financeiros e contábeis, incluindo o cumprimento dos requisitos legais e regulamentares, os sistemas de informações e controles financeiros internos da Companhia" <i>Proxy Statement</i> , 2014
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	Possui 12.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Sim, apenas o Presidente do Conselho é o CEO da Cia
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0.032	Sim. Apenas 4 tem relação de dependência "Ao recomendar que cada diretor e candidato ser encontrados independente, a Comissão de Assuntos do Conselho analisou o seguintes operações, relacionamentos ou arranjos. Todos os assuntos descritos abaixo queda dentro da NYSE e Normas de independência da ExxonMobil." <i>Proxy Statement</i> , 2014 p. 9

O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0.189	Sim, e ainda de acordo com o <i>guidelines</i> fica evidente a preocupação com questões estratégicas e visão global. "As qualificações-chave do Conselho procuram em toda a sua adesão a um equilíbrio da diversidade e experiências importante para a Corporação incluem: experiência financeira; experiência como CEO de uma empresa importante ou organização ou como um executivo de nível seguinte, com responsabilidades para as operações globais; experiência na gestão de grandes, organizações complexas; ou experiência em uma ou mais placas de organizações importantes e sem fins lucrativos ou públicas; e conhecimentos resultantes de, científica ou atividades de pesquisa acadêmica significativas" Sítio corporativo
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	Rex W. Tillerson é o "Chairman of the Board" and "Chief Executive Officer"
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	De acordo com o relatório Proxy Statement, a maioria possui "Financial expertise"
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Idem acima
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0.189	Conforme sítio corporativo: "Educação Continuada. Comentários dos aspectos das operações da ExxonMobil serão apresentados por executivos apropriados ao longo do tempo como parte da agenda de reuniões regulares do Conselho de Administração. O Conselho de Administração também normalmente realiza uma visita ao local para uma instalação ExxonMobil diferente da sede da empresa em conjunto com a reunião do Conselho regularmente, pelo menos uma vez a cada dois anos. Espera-se também que cada diretor ficará bem informado sobre os desenvolvimentos atuais e as melhores práticas de governança corporativa. A este respeito, o Conselho considera que é desejável que os diretores participem de oportunidades de educação continuada e considera esta participação uma despesa apropriada a ser reembolsado pela empresa."
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Não é mencionada nenhuma certificação.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	" Pelo menos anualmente, cada um dos comitês do Conselho realizará uma avaliação do seu desempenho e eficácia, e considerará se quaisquer alterações ao estatuto do comitê são adequados."
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	Existe um código simples que trata de conflito de interesses, e nos prospectos a questão do conflito de interesses do agente Fiduciário com a empresa.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Há 9 para 1.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	Não, "Todos os conselheiros irão concorrer à eleição na reunião anual de acionistas"

Conselheiros Internos	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	Não é mencionado.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	"Mr. George é o "audit committee financial experts" conforme definido nas regras da SEC. Form 10-K.
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	sim, Mr. George.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim, O presidente é Mr. Boskin.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	Funções do Comitê de Auditoria: "Nomear os auditores independentes para auditar as demonstrações financeiras consolidadas da Companhia e de suas controladas para o próximo ano; aprovar as taxas de engajamento e prazos; e recomendar a ratificação de que a nomeação pelos acionistas".
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0.377	Segundo o <i>guidelines</i> da Comissão de Auditoria, um programa anual de trabalho é aprovado cada outubro para as seguintes categorias de serviços: serviços de auditoria, relacionados e Fiscais.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0	Não é mencionado.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Não é mencionado.
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não existe um comitê de investimentos em ativos.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Idem acima.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Idem acima.
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	É presidido por Rex W. Tillerson, CEO da Exxon.
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0.095	Possui vasta experiência prática.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0.377	São funções do Comitê de Finanças: "(...)quando julgar apropriado, rever políticas financeiras da Companhia, estratégias e estrutura de capital, e fazer tais relatórios e recomendações ao Conselho a esse respeito, sempre que julgar conveniente" (Sítio Corporativo).
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não é mencionada a questão dos intermediários financeiros.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	Não existe um comitê de riscos. Na Exxon, a supervisão de risco é de responsabilidade total do Conselho de Diretores. Os conselheiros ao longo do ano participam das revisões com a gestão sobre os negócios da Companhia, incluindo os fatores de risco.

	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0	Idem acima.
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0	Idem acima.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Idem acima.
		10.000	5.096	

4. Quadro-resumo das evidências e análise da Nucor segundo o Indicador CEPAL.

Categorias	Pontos Levantados	Score	NUCOR	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	A dívida mobiliária, somente terá validade se assinada em nome da Companhia pelo Presidente do Conselho, o Vice-Presidente do Conselho, o Presidente, qualquer Vice-Presidente, o Diretor Financeiro e o Tesoureiro (Prospecto).
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, as emissões são realizadas pelo <i>Form S-3</i> e outros formulários correspondentes.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	" A não ser que indique o contrário no prospecto, vamos utilizar os recursos líquidos da venda dos títulos oferecidos por este prospecto e o suplemento do prospecto aplicável para fins corporativos gerais, que podem incluir, mas não estão limitados a, capital de giro, capital de despesas, adiantamentos para ou investimentos em nossas subsidiárias ou aquisições, resgate e amortização de dívida pendente, e compras de nossa ações ordinárias (<i>Form S-3</i> ; Prospecto).
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0	Não. São mencionados riscos inerentes ao negócio, mas em nenhum momento no prospecto é citada implicações relativas à emissão da dívida.
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0	Não existe comitê de finanças corporativa, embora exista o <i>Chief Financial Officer</i> (CFO), James Frias, que ocupa também a posição de vice-presidente executivo e tesoureiro (<i>Proxy Statement 2014</i> e site corporativo) .
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	Não existe comitê de riscos (<i>Proxy Statement 2014</i> e site corporativo).
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	As principais funções do Comitê de Auditoria referem-se apenas às questões de informações financeiras, auditorias e controles internos. Não é mencionado a questão de emissão de títulos.
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	Possui 9.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Somente o Sr Ferriola é interno.
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0.032	Sim, é declarada a preocupação e o controle em relação a independência dos conselheiros, na página 11e 12 do proxy statement (2014) a empresa afirma que possui critérios mais rigorosos para definir dependência do que as regras da NYSE.
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0	Conforme análise dos currículos dos conselheiros, apenas um possui certificado de contador, e dois possuem formação em Administração.

	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	Não, o único membro interno é o Presidente do Conselho (Ferriola).
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Não ficou evidente.
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Não ficou evidente
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	em todos os documentos pesquisados (10-K, S-3, Proxy Statement, etc) não houve nenhuma referência ao treinamento.
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Apenas um conselheiro.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	Dentre os princípios de GC, o papel do comitê de governança e nomeação encontra-se o de supervisionar e organizar o processo anual de avaliação do desempenho do Conselho e Administração da Companhia.
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	É tratado apenas o conflito de interesses do agente Fiduciário com a empresa.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Há 8 para 1.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0.189	Dentre as funções do Comitê de Nomeação e governança está "Identifies, evaluates and recommends to the Board nominees for election to the Board" (pag 14, Proxy Statement)
Conselheiros Internos	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	0.377	Não existe nenhuma referência quanto a responsabilidade dos Conselheiros. A menção é feita apenas para os profissionais Financeiros Seniores .
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	O Conselho determinou Sr. Hayes o "especialista financeiro do comitê de auditoria".
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	"... and the Independent Auditors must report directly to the Audit Committee." (Guidelines Comitê)
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim, Peter C. Browning, é independente e externo.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	Sim, é função do comitê de auditoria "Considers and approves all auditing services, internal control-related services and permitted non-auditing services proposed to be provided by the independent registered public accounting firm" (Proxy Statement, 2014).
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0	Com relação a auditoria externa, é anual. No caso da auditoria interna não é relatado. Tratam apenas de um cronograma de reuniões entre auditores internos e comitê de auditoria e da parceria e troca de informações e documentos entre auditores internos e externos.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0	Não ficou evidente.

	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Não ficou evidente.
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos.
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de investimentos.
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0	Não existe comitê de investimentos.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não existe comitê de investimentos.
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe comitê de investimentos.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de riscos.
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0	Não existe comitê de riscos.
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0	Não existe comitê de riscos.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe comitê de riscos.
		10.000	3.490	

5. Quadro-resumo das evidências e análise da GM segundo o Indicador CEPAL.

Categorias	Pontos Levantados	Score	GM	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	Conforme prospecto (Form S-3, 2014): "Os títulos podem ser emitidos em uma ou mais séries. Deverão ser (i), criado em ou por força de uma ou mais resoluções do Conselho de Administração, e (sujeito à Seção 303) estabelecidos, ou determinado, nas condições previstas, em um Certificado de Presidente, ou (ii) estabelecida em um ou mais escrituras suplementar presente decisão, em cada caso, nos termos da Seção 201, em ou antes da emissão de valores mobiliários de qualquer série.

	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, atendem aos requisitos do Form S-3 e todos os demais formulários correspondentes.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Conforme Form 10-K "Nossos usos futuros de caixa, que podem variar ao longo do tempo com base nas condições de mercado e outros fatores, estão centradas em torno de três objetivos: (1) reinvestir em nosso negócio; (2) continuar a fortalecer nosso balanço e posição competitiva; e (3) devolver dinheiro aos acionistas. Nossos futuros usos de materiais conhecidos de caixa incluem, entre outras demandas possíveis: (1) investimentos de aproximadamente 7,5 bilhões dólar anualmente, bem como atividades de engenharia e desenvolvimento de produtos de capital; (2) aquisição de participações societárias da Ally Financial em GMAC-SAIC; (3) os pagamentos para atividades de reestruturação previamente anunciados de até US \$ 1,1 bilhões; (4) os pagamentos aos serviço da dívida e outras obrigações de longo prazo; (5) em pagamentos de compras das ações em circulação remanescentes de 3.900 milhões de dólares; e (6) o pagamento de dividendos sobre ações ordinárias que são declarados pelo nosso Conselho de Administração. Página 46
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0	São mencionados apenas riscos macro-econômicos ao negócio
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0.189	Estatuto do comitê de Finanças: é dever do comitê: "Analise com ajustes de gestão para a estrutura de capital da Companhia, incluindo proposto de capital e dívida emissões e resgates; (...) revisão com gestão propostas linhas de crédito da empresa, cartas de crédito, empréstimos e garantias que requerem a aprovação do Conselho"
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	O comitê financeiro realiza as análise dos riscos, porém não existe um comitê de riscos, conforme Form Proxy Statement.
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Conforme Estatuto do Comitê de Auditoria, é dever do comitê: "Como o Comitê Qualificado Compliance Legal (QLCC), analisar e discutir os relatórios recebidos de procuradores sobre violações da lei de valores mobiliários e / ou incumprimento dos deveres do fiduciário que foram relatados ao Conselho Geral ou do Diretor-Presidente e não resolvidas a contento dos relatórios procuradores. Discutir as políticas em matéria de avaliação e gestão de riscos tais discussões devem incluir as principais exposições ao risco financeiro e contábil da GM e as medidas tomadas para mitigar esses riscos.
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	tem 13
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Nenhum membro interno
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0.032	Nove são independentes.

O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0	Não é mencionado, conforme: "Os recentes esforços de recrutamento têm sido focados na identificação de CEOs ativos com organizações globais. Potenciais candidatos que preenchem as nossas prioridades são ainda avaliados com base em critérios que incluem: Seu negócio global demonstrada e perspectiva social, à integridade pessoal, e bom senso; Expertise e experiência adquirida em organizações governamentais e sem fins lucrativos que complementam ou ampliam a dos atuais diretores; Seu compromisso demonstrado com os mais altos padrões e valores éticos da Companhia; Sua capacidade de tomar em consideração e equilibrar os interesses legítimos e as preocupações de todos os nossos acionistas e outras partes interessadas de forma eficaz, de forma consistente, e de forma adequada na tomada de decisões; e; A sua capacidade e vontade de dar tempo e atenção suficientes para preparar e participar plenamente nas actividades do Conselho de Administração, incluindo o reforço da sua conhecimento da nossa empresa e da indústria automotiva global."
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0.377	Sim, é Patrícia Russo, externa e independente
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Não foi possível evidenciar
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Não foi possível evidenciar
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0.189	<i>Proxy Statement</i> - "Todos os novos diretores devem participar do programa de orientação diretor da Companhia, que geralmente é realizada imediatamente após a reunião em que um novo diretor seja eleito".
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Foi evidenciado apenas certificações em questões financeiras para Thomas M. Schoewe.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	Sim, conforme estatuto : "Analisar anualmente o desempenho do Comitê (incluindo a sua efetividade e conformidade com o Estatuto) e a adequação da presente Estatuto, e fazer alterações processuais necessário"
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	É tratado apenas em relação ao fiduciário.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Sim. Todos são externos.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	Os acionistas escolhem: "Nos termos dos Estatutos da GM, os conselheiros são eleitos pelo voto majoritário nas eleições incontestados e pela pluralidade nas eleições contestadas" (<i>Proxy Statement</i> , 2014).
Conselheiros Internos	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	Não é mencionado.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	Mr. Solso é qualificado conforme definido pela SEC para a função de "audit committee financial experts" (<i>Proxy Statement</i> , 2014).

	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Sim.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Thomas M. Schoewe é o presidente, é externo e independente.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	Conforme estatuto do Comitê de Auditoria, é dever do comitê: "Selecionar, engajar, avaliar e, se for o caso, cancelar ou substituir os auditores externos, incluindo eventuais auditores externos que auditar as demonstrações financeiras da GM direta e controladas indiretas (...). A seleção do Comitê serão apresentados anualmente ao Conselho para sua concordância consultivo e aos acionistas, para ratificação. Os auditores externos são responsáveis perante o Comitê. O Comitê aprovar a contratação de auditoria taxas e pré-aprovar todos os serviços não-auditoria a serem prestados pelos auditores externos"
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0	Afirma apenas que pelo menos anualmente, deve ser analisado o relatório de auditoria independente
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0.377	É da responsabilidade da gestão da sociedade preparar as demonstrações financeiras da Companhia e de desenvolver e manter sistemas adequados de controles financeiros e de contabilidade interna, no ambiente interno e no externo. É responsabilidade dos auditores analisar e, quando necessário, auditar demonstrações financeiras e controles internos.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Não foi possível evidenciar
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não existe comitê de investimentos
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim, é James J. Mulva, externo e independente
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0.377	Sim. <i>"He hold various domestic and international senior management positions in finance, including Executive Vice President and Chief Financial Officer"</i> (Site Eletrônico GM, 2014).
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0.377	Conforme estatuto: "Analisar as políticas de gestão relativas ao fluxo de caixa da Companhia, ao capital, aos investimentos, a alocação de capital e a gestão de tesouraria; Analisar quais ajustes de gestão são necessários na estrutura de capital da Companhia, incluindo proposto de capital e dívida emissões e resgates; Analisar propostas de linhas de crédito da empresa, cartas de crédito, empréstimos e garantias que requerem a aprovação do Conselho".
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não é mencionada a questão dos intermediários.

Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de riscos. Esse trabalho é feito pelo Comitê de Financiamento
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0	Não existe comitê de riscos. Esse trabalho é feito pelo Comitê de Financiamento
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0	Não existe comitê de riscos. Esse trabalho é feito pelo Comitê de Financiamento
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe Comitê de Riscos. Esse trabalho é feito pelo Comitê de Financiamento
		10.000	5.376	

6. Quadro-resumo das evidências e análise do BNY Mellon segundo o Indicador CEPAL.

Categorias	Pontos Levantados	Score	BNY	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0	Não é mencionado. É mencionado apenas ações.
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, todos os prospectos estão na SEC (porém como Agente Fiduciário)
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0	Não é mencionado
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	Não é o controlado uma emissão específica, mas todas, o nível de alavancagem é controlado e vem reduzindo ano-a-ano para atender os objetivos do acordo de Basileia (III)
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0	Não existe uma comitê de finanças
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	Talvez por se tratar de um banco com elevado número de emissões, o Comitê Riscos seja reponsavel por análise macros e não por cada emissão em específico. Conforme Estatuto: o Comitê de Riscos é responsável por: (i) analisar, aprovar e divulgar o apetite de risco; (ii) avaliar exposições significativas de riscos financeiros; (iii) monitorar, controlar e divulgar esses riscos; (iv) analisar outros tipos de riscos (fraude, lavagem de dinheiro, compensação de incentivo, tecnologia, estratégia) e (v) analisar relatórios de agências reguladoras, das auditorias internas e externas e relatórios de avaliação das empresas fiduciárias.
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	Relatórios de controle geral.
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	Possui 13.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Sim, a maioria.
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0.031	Sim conforme lei SOX

O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0.189	Busca-se a experiência específica em finanças, qualificação educacional, experiência com, gestão de ativos e outros serviços financeiros, negócios internacionais, gestão de riscos operacionais.
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	O presidente (Gerald L. Hassell) é um membro da diretoria, portanto interno.
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Sim, muito conhecimento
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Sim.
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	Trata a questão do reembolso. Administração também é reembolsada. Razoáveis despesas <i>out-of-pocket</i> (incluindo aulas e taxas de inscrição), relativa à participação em seminários e as sessões de formação relevantes para o serviço no Conselho e em relação com os quais eles reuniões ou conferências que comparecer a pedido da empresa.
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Não ficou evidenciada a questão das certificações.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	<i>"Annually, there shall be a performance evaluation of the Committee, which may be a self-evaluation or an evaluation employing such other resources or procedures as the Committee and the Corporate Governance and Nominating Committee may deem appropriate".</i>
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	De forma genérica: "Cada gestor deve evitar quaisquer conflitos de interesses entre a diretoria e a Companhia. Situações que envolvam, ou se possa razoavelmente esperar para envolver, um conflito com o interesse da empresa, deve ser divulgada imediatamente ao Presidente da CGN (Comitê ou o Conselho Geral da Companhia)." Alguns exemplos de conflitos de interesse são mencionados.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	sim, a maioria é externo.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0.189	Sim, a comitê de GC e nomeação de conselheiros e diretores.
Conselheiros Internos	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	Não é mencionado. É mencionado apenas ações.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	Sim.
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	<i>"The Committee shall approve the appointment of the Chief Auditor, who will report directly to the Committee".</i>
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	<i>"The composition of the Committee and its independence shall be reviewed annually by the Corporate Governance and Nominating Committee and the Board of Directors. Committee members serve at the pleasure of the Board".</i>
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	Sim.

	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0.377	O Comitê é responsável pela pré-aprovação de todos os serviços de auditoria e de não auditoria autorizadas realizadas pelos auditores independentes. A Auditoria e de cada serviço não-auditoria como uma alternativa de pré-aprovação, o Comitê poderá estabelecer e divulgar políticas e procedimentos para a pré-aprovação, desde que cumpram os requisitos aplicáveis de leis e regulamentos.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0.377	A auditoria de demonstrações financeiras anuais da Corporação e as revisões das demonstrações financeiras incluídas nos Relatórios trimestrais da Companhia no Formulário 10-Q ou serviços normalmente prestados pelos auditores independentes são registrados com arquivamentos e compromissos estatutários e regulamentares.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Não mencionado
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não possui Comitê de Investimentos.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Não possui Comitê de Investimentos.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não possui Comitê de Investimentos.
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não possui Comitê de Finanças.
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0	Não possui Comitê de Finanças.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não possui Comitê de Finanças.
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não possui Comitê de Finanças.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim.
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0.377	Sim.
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0.377	O comitê é responsável por escalar o Comitê de Auditoria para discussão em uma sessão conjunta do Comitês de Auditoria e Risco que quaisquer itens de ter uma declaração de impacto financeiro significativo ou exigir das demonstrações financeiras / divulgações regulatórias significativas.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não é mencionado.
		10.000	4.999	

7. Quadro-resumo das evidências e análise da Petrobras segundo o Indicador CEPAL.

Categorias	Pontos Levantados	Score	Petrobras	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	"Todas as emissões de notas de médio e longo prazo e debêntures exigem a aprovação de nosso Conselho de Administração." p. 96 Formulário 20-F (30/04/2014)
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, são emitidos prospectos nos padrões da CVM e SEC.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Sim, explicado na seção "utilização dos recursos".
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	"A Petrobras estabeleceu os limites superiores de 2,5x para o índice endividamento líquido sobre EBITDA ajustado e 35% para a alavancagem financeira (endividamento líquido sobre capitalização líquida), visando manter a solidez financeira da Companhia e considerando a convergência dos preços dos derivativos no Brasil com os preços internacionais " (Formulário 20 F, 2013)
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0	Não existe comissão de Finanças Corporativas
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	Não existe comitê de Riscos. Embora exista a descrição de avaliação de riscos no Estatuto da Cia.
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Entre as funções do Comitê de Auditoria está: "auxiliar nosso Conselho de Administração com a análise de nossas demonstrações financeiras e a eficácia de nossos controles internos, a prestação de relatórios financeiros em consulta com os auditores internos e independentes" Formulário 20-F
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	Possui 10.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	80% são externos - na análise CEPAL entende-se por "externos" aqueles conselheiros que não fazem parte da diretoria da empresa
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0	Considerando que os 6 dos 8 conselheiros externos foram indicados pelo Controlador, e possuem cargos relacionados ao Governo Federal, portanto não existe independência,
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0.189	Os membros do Conselho tem currículo com vasta experiência em questões econômicas.
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	O presidente é um conselheiro externo, porém é dependente, uma vez que é indicado pelo Governo Federal
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	A maioria dos conselheiros possui mestrado ou MBA em Economia, Apenas um possui o certificado de analista financeiro e outro tem vasta experiência em Governança Corporativa. Os demais tem experiência prática a respeito dessas questões.
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Idem acima
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	Não foi mencionado

	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Apenas Mauro Cunha possui Certificado de Analista Financeiro (desde 1997)
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0	No quesito "qualificação dos conselheiros" é mencionado apenas a questão de limite acionário para votar nas assembleias. Conforme formulário de referência para a Assembleia 2014 "A avaliação de desempenho do Conselho de Administração está prevista nas Diretrizes de Governança Corporativa da Petrobras e foi incluída no Regimento Interno desse Colegiado. A formalização da Sistemática, que detalha os procedimentos de avaliação, será objeto de aprovação do Conselho de Administração da Petrobras", ou seja, ainda não está sistematizada.
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	É tratado apenas em relação ao fiduciário.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Sim, há 4 para 1
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	Os conselheiros externos são escolhidos pelo Acionista Controlador
Conselheiros Internos	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	Não existe nenhuma referência no estatuto da Petrobras quanto às responsabilidades legais e criminais da situação financeira.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	"Os membros atuais de nosso Comitê de Auditoria são Miriam Aparecida Belchior, Sergio Franklin Quintella e Luciano Galvão Coutinho (...) Nosso Conselho de Administração determinou que o Sr. Sérgio Franklin Quintella é um perito financeiro do Comitê de Auditoria e que ele é independente, conforme definido no Artigo 17 do CRF, 240.10A-3" (Form F-20).
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Sim.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Sergio Franklin Quintella é o perito, podemos associar com o presidente do conselho, e ele é independente.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	Função do Comitê de Auditoria: (...) avaliar e fazer recomendações ao Conselho de Administração sobre a indicação da auditoria independente para a prestação de outros serviços, quando permitidos na forma da legislação vigente, observando o Estatuto Social da Petrobras S.A. (Formulário de Referência, Assembléia).
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0	Não foi evidenciado programa de Auditoria Interna
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0	No que tange ao comitê de auditoria, não é mencionado nenhum sistema de informações sobre o financiamento da empresa, tampouco qualquer sistema de informações.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	O comitê de Auditoria é responsável por (...) auxiliar nosso Conselho de Administração com a análise de nossas demonstrações financeiras e a eficácia de nossos controles internos, à prestação de relatórios financeiros em consulta com os auditores internos e independentes" porém não é relatado informações quanto à utilização de recursos de financiamentos. Considerando que o conselho Fiscal, tem o papel do Comitê de Auditoria proposto pelo indicador CEPAL, o papel do Conselho Fiscal também foi analisado. Neste caso temos menção aos controles internos, porém não é relatado sobre a utilização dos recursos de financiamento.

Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não existe comitê de Investimentos
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Não existe comitê de Investimentos
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não existe comitê de Investimentos
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de Financiamento Corporativo
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0	Não existe comitê de Financiamento Corporativo
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não existe comitê de Financiamento Corporativo
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe comitê de Financiamento Corporativo
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de Riscos
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0	Não existe comitê de Riscos
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0	Não existe comitê de Riscos
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe comitê de Riscos
		10.000	3.648	

8. Quadro-resumo das evidências e análise da Gerdau segundo o Indicador CEPAL

Categorias	Pontos Levantados	Score	GERDAU	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	Conforme: "3.1.3. Aprovar os programas de expansão e de investimentos, considerando os riscos envolvidos e retornos esperados" (Regimento do Conselho 2014).
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0	A última emissão foi privada e por esse motivo não houve atendimento aos requisitos de oferta pública
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Sim, para as últimas debêntures emitidas existe a descrição da utilização dos recursos (Formulário de Referência, 2014).

	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	Sim, conforme pag. 14 do Formulário de Referência, o grau de alavancagem pode: limitar a capacidade de financiamento para capital de giro, aumentar o custo de capital, limitar capacidade de declarar dividendos, limitar expansão de negócios, aumentar a vulnerabilidade da Cia. em momento de crise econômica e risco de default.
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0	É conhecido, mas não existe comitê de financiamento (Formulário de Referência, 2014).
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0.189	"A empresa possui Comitê de Riscos, (...) que assessoria o Conselho de Administração, se reúne trimestralmente. Os riscos financeiros são avaliados e gerenciados pela área financeira e, periodicamente, reportados ao Comitê de Riscos" (Pag. 54, Formulário de Referência, 2014)
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Existe um gerente de Auditoria Interna e o Conselho Fiscal em atendimento "aos preceitos da Lei Sarbanes-Oxley, que demanda, como sua principal exigência, procedimentos para assegurar a eficácia dos controles internos do emissor, além de outras obrigações, como a instalação do Conselho Fiscal permanente, (em substituição ao Comitê de Auditoria) e criação de um canal de denúncias" (pag. 106, Formulário de Referência, 2014).
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0.031	Possui 9.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Sim, são 7 externos para 2 internos.
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0	Não, a maioria dos conselheiros externos (4) são da família Gerdau e Johannpeter.
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0	Há evidências de que dois conselheiros possuem conhecimento em relação à Financiamento Corporativo. Em relação aos demais, não é possível afirmar.
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	É externo, porém não é independente.
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Não há evidências em relação a questão da atualização.
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0	Idem acima
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	Existe um programa de capacitação para os executivos conforme papel do Comitê Executivo: "orientar e prover a capacitação e desenvolvimento profissional aos executivos estratégicos, bem como cuidar de seus planos de sucessão", porém não é mencionado em relação aos Conselheiros
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Não foi evidenciado.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	Conforme página 175 do Formulário de Referência "Mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê: Conselho de Administração: a atuação do Conselho de Administração enquanto órgão é avaliada pelo Comitê de Governança Corporativa, vinculado ao Conselho de Administração. O resultado da avaliação, posteriormente, é objeto de ratificação pelo próprio Conselho de Administração."

Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	No prospecto é feito referência apenas ao conflito de interesses com o agente fiduciário.
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Sim, há 3.5 para 1
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	A maioria dos conselheiros externos é escolhida pelo acionista controlador.
Conselheiros Internos	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	Não é feita nenhuma referência às responsabilidades legais ou criminais dos conselheiros
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0	O gerente da Auditoria Interna é José Fernando Vedana, contador e não é membro do conselho de Administração ou Fiscal.
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	Na GERDAU, o Conselho Fiscal atua como um comitê de auditoria, porém não é mencionado o reporte do auditor interno a esse comitê.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não possui Comitê de Auditoria.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0	Não possui Comitê de Auditoria.
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0	Não é mencionado programação de auditoria.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0	No que tange ao comitê de auditoria, não é mencionado nenhum sistema de informações sobre o financiamento da empresa, tampouco qualquer sistema de informações.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Como atribuições do Conselho Fiscal (que na GERDAU tem também o papel de Comitê de Auditoria) é mencionado o monitoramento dos controles internos, porém não é mencionado o controle sobre a utilização dos recursos de financiamentos. Formulário de Referência 2014.
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não existe Comitê de Investimentos.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0	Não existe Comitê de Investimentos.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não existe Comitê de Investimentos.
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não existe comitê de Financiamento Corporativo.
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0	Não existe Comitê de Financiamento Corporativo.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não existe Comitê de Financiamento Corporativo.

	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe Comitê de Financiamento Corporativo.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	O comitê de riscos é formado por: André Bier Gerdau Johannpeter; André Pires de Oliveira Dias (diretor); Claudio Johannpeter e Expedito Luz (diretor). Não é mencionado quem é o presidente, porém todos são dependentes, ou porque são conselheiros internos, ou porque são familiares.
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0.377	Não é mencionado o presidente, porém todos tem vasta experiência em gestão de riscos
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0.377	Não somente financeiros, mas também ambientais, operacionais, etc.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0.377	Os riscos financeiros são avaliados e gerenciados pela área financeira e, periodicamente, reportados ao Comitê de Riscos (Formulário de Referência, 2014).
		10.000	3.269	

9. Quadro-resumo das evidências e análise da Braskem segundo o Indicador CEPAL

Categorias	Pontos Levantados	Score	BRASKEM	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0.377	Sim, no Formulário de Referência consta como papel do Conselho de Administração: "aprovar a emissão de debêntures conversíveis em ações dentro do limite do Capital Autorizado, e a emissão de debêntures não conversíveis em ações;" e no prospecto de emissão de debêntures consta: "A emissão das Debêntures e a Oferta são realizadas com base nas deliberações (i) da reunião do conselho de administração da Emissora (...)".
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Sim, todos os requisitos.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Sim, no Prospecto (14ª Emissão) avaliado (pág. 44) consta que 76% dos recursos destinam-se ao pagamento de dívidas de debentures anteriores e 24% para reforço de caixa da emissora.
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0	É mencionado apenas (prospecto p. 45) o impacto no balanço patrimonial, antes e após a emissão. Porém não são relatados indicadores de endividamento ou implicações sobre as emissões existentes.
Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0.189	Sim, conforme Formulário de Referência (2014): Compete ao Comitê de Finanças e Investimentos: avaliar novas políticas, rever e acompanhar as políticas em vigor relacionadas aos temas financeiros; (...) avaliar as operações financeiras a serem propostas ao Conselho de Administração, particularmente, no que se referem à sua estrutura, custos e garantias.
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0	Não existe um comitê de riscos, a análise de riscos cabe ao Comitê de Finanças e Investimentos.

	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	Não existe um comitê de auditoria, neste caso a BRASKEM justifica no Form 20-F: "Conforme descrito no "Item 16D. Isenções dos Padrões de Listagem para Comitês de Auditoria ", estamos contando com a isenção geral dos padrões de listagem referentes a comitês de auditoria contidos na Regra 10A-3 (c) (3) da Lei de Mercado. A fim de cumprir os requisitos desta isenção, o Conselho de Administração delegou ao conselho fiscal certas responsabilidades adicionais e nosso conselho fiscal adotado regras segundo as quais o conselho fiscal tem as atribuições e responsabilidades de um comitê de auditoria dos Estados Unidos até o limite permitido sob legislação societária brasileira. Porque a legislação societária brasileira não permite que o Conselho de Administração delegue responsabilidade para a nomeação, contratação e remuneração dos auditores externos e não fornece o conselho de administração ou do conselho fiscal, com autoridade para resolver divergências entre a administração e os auditores externos relativamente financeiro relatórios, o conselho fiscal não pode cumprir essas funções. Nosso conselho fiscal só pode formular recomendações ao nosso Conselho de Administração e acionistas com relação à nomeação, contratação e remuneração dos auditores externos, e no que diz respeito à resolução de divergências entre a administração e os auditores externos, nosso conselho fiscal só pode fazer recomendações ao nosso conselho de administração e acionistas. De acordo com as regras que regem nosso conselho fiscal, do conselho fiscal tem os seguintes direitos e obrigações, entre outros, além dos estabelecidos pela Lei das Sociedades por Ações:"
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0	Possui 22.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0.031	Sim.
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0	A maioria são dependentes pois estão ligados aos grupos controladores: à Odebretch ou à Petrobras.
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0	Não foi evidenciado.
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	Não, é dependente do acionista controlador.
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Sim, os conselheiros tem experiências em grandes corporações, como Petrobrás e BNDES.
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Sim, idem acima
	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	Não foi evidenciado.
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Não foi evidenciado.

	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0	No item "Principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração Conselho de Administração e Conselho Fiscal" foi justificado pela Cia que "não se aplica" (p. 489, Formulário de Referência, 2014).
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	No Prospecto, pág. 39, descreve um conflito: "A Emissora pode se deparar com conflitos de interesse em operações com certas partes relacionadas. A Emissora mantém contas a receber de clientes e contas a pagar correntes e de longo prazo com algumas de suas afiliadas e outras partes relacionadas, inclusive a Petrobras (que é sua única fornecedora brasileira de nafta), a Copesul no Pólo Petroquímico de Triunfo (que fornece eteno e propeno)".
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0.189	Sim.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	A maioria é eleita pelo controlador, ou Petrobras.
Conselheiros Internos	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	Não é mencionado.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0	Conforme mencionado acima, com relação ao Comitê de Auditoria, a Braskem entende que o responsável por essas atribuições é o Conselho Fiscal.
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	Idem acima.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Idem acima.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0	É contratado pelo Conselho de Administração.
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0	Não é mencionado.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0	Não é mencionado.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	Não é mencionada a questão dos relatórios de auditoria interna, tampouco o controle sobre a utilização de recursos.
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0	Não é mencionado o presidente, porém todos os conselheiros (4) são dependentes da controladora, da Petrobras ou BNDES.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0.095	Todos possuem.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Entende-se que seja trimestral, conforme: "acompanhar os Resultados Trimestrais e avaliar o Relatório Anual dos Administradores e os Demonstrativos Financeiros de 31 de dezembro de cada ano" (Formulário de Referência, 2014).
Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Comitê de Financiamento e investimento juntos. Não é mencionado o presidente, porém todos os conselheiros (4) são dependentes da controladora, da Petrobras ou BNDES.

	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0.095	Idem acima.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não mencionado. O papel do comitê é vago.
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não foi mencionado.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0	Não possui Comitê de Riscos.
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0	Não possui Comitê de Riscos.
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0	Não possui Comitê de Riscos.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não possui Comitê de Riscos.
		10.000	2.109	

10. Quadro-resumo das evidências e análise da ITAÚ HOLDING segundo o Indicador CEPAL

Categorias	Pontos Levantados	Score	ITAÚ HOLDING	Observação/ Evidência
Papel do Conselho de Administração quanto à transparência	Autorizar a emissão de títulos, com ou sem o prospecto de oferta?	0.377	0	Não é mencionado.
	Os prospectos das emissões atendem aos requisitos, de uma oferta pública, exigidos pelos órgãos reguladores?	0.377	0.377	Os prospectos das subsidiárias estão arquivados na SEC e atendem aos requisitos.
	Os usos de recursos na estratégia empresarial e em projeto e/ou reestruturação das dívidas são conhecidos?	0.377	0.377	Sim, os recursos provenientes das emissões de títulos são utilizados para manter a liquidez necessária a uma instituição financeira e a alavancagem é bem conhecida.
	As implicações sobre as emissões existentes e as ações por níveis de alavancagem são conhecidas?	0.377	0.377	Sim, existe a preocupação com a manutenção dos níveis de alavancagem segundo o acordo de Basileia (III).

Papel do Conselho de Administração quanto à delegação de responsabilidades	As análises das emissões são delegadas à Comissão de Finanças Corporativas?	0.189	0.189	No Itaú não existe o comitê de Finanças corporativas, porém o Comitê de Gestão de Risco e de Capital tem o papel: apoiar o Conselho de Administração no desempenho de suas responsabilidades relativas à gestão de riscos e capital da Companhia, submetendo relatórios e recomendações sobre estes temas à deliberação do Conselho, no que diz respeito a: (i) definição do apetite de risco da Companhia, nas dimensões de capital, liquidez, resultados e <i>franchise</i> , garantindo o alinhamento com a estratégia, incluindo: níveis aceitáveis de capital e liquidez para a Companhia, tipos de risco a que a Companhia poderá estar exposta, bem como limites agregados para cada tipo de risco, tolerâncias à volatilidade de resultados e a concentrações de risco e diretrizes gerais sobre tolerância a riscos que possam ter impacto sobre o valor do <i>franchise</i> da Companhia (ex.: risco de imagem); (ii) supervisão das atividades de gestão e controle de risco da Companhia, visando a assegurar sua adequação aos níveis de risco assumidos e à complexidade das operações, bem como o atendimento aos requisitos regulatórios; (iii) revisão e aprovação de políticas e estratégias para a gestão de capital, que estabeleçam mecanismos e procedimentos destinados a manter o capital compatível com os riscos incorridos pela instituição; (iv) definição do retorno mínimo esperado sobre o capital da Companhia como um todo e de suas linhas de negócio, bem como monitoramento do desempenho; (v) supervisão das estruturas de incentivos, inclusive de remuneração, visando a assegurar seu alinhamento aos objetivos de controle de risco e criação de valor; e (vi) promoção do aperfeiçoamento da cultura de risco da Companhia".
	As análises sobre os riscos financeiros das emissões são delegadas ao Comitê de Riscos?	0.189	0.189	Idem acima.
	Os controles dos relatórios referentes aos riscos e as emissões são delegados ao Comitê de Auditoria?	0.189	0	Não foi evidenciada a questão dos relatórios.
Estrutura do Conselho de Administração	O Conselho de Administração tem de oito a 15 conselheiros?	0.031	0	Possui 12.
	O Conselho de Administração tem, no mínimo, 50% de conselheiros externos?	0.031	0	Os conselheiros, são na maioria, diretores de subsidiárias, portanto não são externos.
	Mais da metade dos conselheiros externos são independentes?	0.032	0	a maioria é dependente por fazer parte da família controladora ou grupos controladores.
O papel do presidente do Conselho de Administração	Na seleção dos conselheiros externos, se prioriza o conhecimento em finanças e particularmente em Financiamento Corporativo?	0.189	0.189	Sim, a maioria com pós-graduação em administração
	O presidente do Conselho de Administração é um conselheiro externo independente?	0.377	0	É externo, mas não é independente, pois é acionista da E. Johnston de Participações e IUPAR – Itaú Unibanco Participações S.A., que por sua vez são acionistas do ITAU.
O papel e seleção de conselheiros internos e externos	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Não há evidências de atualização, mas pela experiência profissional estão atualizados
	Eles tem mais de 50% dos Conselheiros externos com sólidos conhecimentos de finanças e Finanças Corporativas atualizados?	0.095	0.095	Sim.

	Existe um programa de treinamento sistemático para os conselheiros?	0.189	0	Não é mencionado no estatuto nem no relatório anual
	Eles tem certificações em questões financeiras relacionadas com as suas decisões?	0.189	0	Possuem vasta experiência, mas não é mencionada a questão dos certificados.
	Se revisa periodicamente o desempenho de cada conselheiro externo?	0.189	0.189	O desempenho do Conselho de Administração é avaliado anualmente e visa assegurar que seus membros estejam alinhados com os valores da organização e que eles representem os interesses dos nossos acionistas.
Conselheiros Externos	Os conselheiros externos indicam qualquer conflito de interesses no processo de emissão de títulos?	0.189	0.189	Sim, conforme recomendação de "não participar de deliberações referentes aos assuntos com os quais os interesses do membro do Conselho de Administração, em qualquer circunstância, antes do início de qualquer discussão sobre o tema" (Relatório anual, 2013).
	Há três ou mais conselheiros externos para cada interno?	0.189	0	Majoria internos, pois pertencem às empresas subsidiárias.
	É uma comissão de conselheiros independentes que escolhe os conselheiros externos?	0.189	0	A escolha é na assembleia.
Conselheiros Internos	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	Não é mencionado.
	O diretor de auditoria interna é membro do conselho?	0.189	0.189	o Comitê de Auditoria conta com o especialista financeiro independente, Sr. Guy Almeida Andrade.
	O diretor de auditoria interna se reporta ao Comitê de Auditoria?	0.189	0.189	Sim.
Comitê de Auditoria	O Comitê de Auditoria é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim.
	O auditor externo é contratado pelo Comitê de Auditoria e se reporta a ele?	0.377	0.377	De acordo com seu Regulamento Interno, aprovado pelo Conselho de Administração, compete ao Comitê de Auditoria supervisionar: (i) os processos de controles internos e de administração de riscos; (ii) as atividades da auditoria interna; e (iii) as atividades das empresas de auditoria independente do Conglomerado Itaú Unibanco.
	O Comitê de Auditoria elabora o programa de auditoria externa e interna?	0.377	0.377	Idem acima.
	Tem um sistema de informações eficaz sobre os financiamentos da empresa?	0.377	0.377	Segundo estatuto, compete ao Comitê de Auditoria zelar pela qualidade e efetividade dos sistemas de controle internos e de administração de riscos.
	Tem relatórios periódicos sobre o cumprimento das políticas de controle interno e sobre a utilização dos recursos de financiamentos?	0.377	0	A empresa possui sistemática de controle dos procedimentos de controle interno, porém não é mencionado o controle sobre a utilização dos recursos financeiros.
Comitê de Investimentos em ativos financeiros	O Comitê de Investimentos é presidido por um Conselheiro independente?	0.095	0.095	Considerando que o Comitê de gestão de Riscos e Capital se assemelha, pela metodologia CEPAL, ao Comitê de Investimentos, esse comitê é presidido por Pedro Luiz Bodin de Moraes, conselheiro independente.
	O presidente do Comitê de Investimentos tem experiência comprovada em estratégias de investimento?	0.095	0.095	Sim, economista com PhD e experiência prática.
	A periodicidade das reuniões do Comitê de Investimentos é de, pelo menos, uma vez por mês?	0.095	0	Não foi evidenciada a questão da periodicidade.

Comitê de Financiamento Corporativo	O Comitê de Finanças é presidido por um Conselheiro independente?	0.377	0	Não existe Comitê de Finanças.
	O presidente de Finanças tem experiência comprovada em Finanças Corporativas?	0.377	0	Não existe Comitê de Finanças.
	É a Comissão de Finanças Corporativas que encontra as necessidades de financiamento da empresa e como satisfazê-las?	0.377	0	Não existe Comitê de Finanças.
	É o Comitê de Finanças Corporativas que seleciona os intermediários financeiros para a colocação dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não existe Comitê de Finanças.
Comitê de Riscos	O presidente do Comitê de Riscos é um conselheiro independente?	0.377	0.377	Sim.
	O presidente do Comitê de Riscos tem experiências e conhecimentos comprovados de administração de riscos?	0.377	0.377	Sim, doutor, PhD em economia - MIT.
	É o comitê de riscos responsável pelos relatórios dos riscos financeiros que a empresa enfrenta?	0.377	0.377	Compete ao Comitê apoiar o Conselho de Administração no desempenho de suas responsabilidades relativas à gestão de riscos e capital da Sociedade, (...) supervisão das atividades de gestão e controle de risco da Sociedade, visando a assegurar sua adequação aos níveis de risco assumidos e à complexidade das operações, bem como o atendimento aos requisitos regulatórios: a. propor e discutir procedimentos e sistemas de mensuração e gestão de risco; b. ser informado sobre as melhores práticas em relação à gestão e controle de riscos; c. receber relatórios da Diretoria Executiva quanto ao monitoramento e controle de riscos da Sociedade.
	É o Comitê de Riscos que calcula os riscos dos títulos emitidos pela empresa?	0.377	0	Não é mencionado.
		10.000	5.473	