



## **BENEFÍCIOS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA: Impactos sobre o controle acionário, a participação do pequeno investidor e o volume financeiro no setor elétrico**

### **GT - Macroeconomia e Conjuntura Econômica**

Ricardo Junior Santana Costa<sup>1</sup>  
Marianne Costa Oliveira<sup>2</sup>

### **RESUMO**

O mercado de capitais apresenta um papel importante no desenvolvimento econômico e no processo de globalização, dentro deste cenário, a Governança Corporativa ganhou notoriedade diante das crises mundiais e escândalos ocorridos no início dos anos 2000. No Brasil, a antiga BOVESPA criou os níveis diferenciados de governança, instituindo no mesmo ambiente institucional e legal diversos níveis de listagem e obrigações. A presente pesquisa buscou analisar a influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre o controle acionário, a participação do pequeno investidor e o volume financeiro das ações das empresas do setor elétrico. O resultado da análise dos dados mostra que para a plena realização dos benefícios da governança corporativa é necessário um comprometimento genuíno por parte das companhias, e indica a necessidade de avaliar e revisar continuamente os critérios para listagem dos níveis de governança corporativa. Para a amostra estudada, a influência da adesão a níveis diferenciados de governança mostrou-se relevante, sobretudo, na distribuição do controle acionário das companhias.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Governança Corporativa. Níveis Diferenciados.

### **1 INTRODUÇÃO**

O mercado de capitais é de extrema relevância para o desenvolvimento econômico, uma vez que promove aumento da produtividade da economia, funcionando como mecanismo de canalização da poupança dos agentes superavitários para o investimento produtivo. A nível global é um meio de canalizar recursos das nações ricas para mercados emergentes com capital local limitado, (JACOMETTI, 2012).

Para Rodrigues (2012) o mercado de capitais tem seu desenvolvimento prejudicado na medida em que as empresas tenham outras formas de financiamento menos custosas como, por exemplo, recursos governamentais subsidiados. Outro fator limitante ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ao longo da história foi a economia fechada, que limitava

---

<sup>1</sup> Graduado em Ciências Econômicas - UESC - ricardojrscosta@gmail.com

<sup>2</sup> Mestrado em Economia/UFPB, Professorado DCEC/UESC – mariannecst@gmail.com



significativamente as necessidades de financiamento de longo prazo das empresas. Para Bridger (2006), este cenário estimulou uma escassez de leis e de instituições que incentivassem o desenvolvimento do mercado de capitais, impedindo por consequência a redução dos custos de transação, a diversificação do risco e a geração de liquidez ao mercado.

Com a estabilidade econômica e a abertura da economia, as opções de financiamento via capital externo e mercado financeiro foram ampliadas, estimulando o desenvolvimento do mercado de capitais, o que evidenciou a necessidade de profissionalização da gestão para viabilizar os projetos de abertura de capital. Neste cenário, destacam-se os mecanismos de governança corporativa: práticas que enfatizam a transparência, a ética e a descentralização de funções, diminuindo a assimetria de informação entre os diversos *stakeholders* (acionistas, fornecedores, credores, colaboradores) (VIEIRA; MENDES, 2006).

A importância da governança corporativa ganhou notoriedade diante das crises mundiais e de casos corporativos notórios como a *Enron*, gigante americana do setor de energia, e a *WorldCom* de telecomunicações, acusadas em 2001 e 2002 de fraudarem seus balanços financeiros com o intuito de esconder dívidas e inflar os seus lucros. O conceito ganha ênfase em 2002, quando foi criada nos Estados Unidos a Lei *Sarbanes-Oxley*, como resposta a descrença e temor instaurados no mercado acionário americano após estes escândalos. Tais acontecimentos reforçaram as práticas de governança como mecanismo garantidor da ética e transparência nas decisões das empresas, com controle de risco adequado para garantir a perpetuidade dos resultados no médio e longo prazo, uma vez que na era globalizada, como destacado por Jacometti (2012), as decisões econômicas e financeiras estão inseridas numa complexa rede de relações entre agentes financeiros.

Vieira e Mendes (2006) mostram como se deu a evolução da legislação em relação a regulamentação do mercado de capitais brasileiro, que embora já tivesse sido iniciada em 1940 pelo Decreto-Lei 2.627, teve como grande marco legal as Leis 6.385 e 6.404<sup>3</sup>, de dezembro de 1976, que criaram a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e estabeleceram a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), respectivamente. A partir de 2001, novas mudanças são introduzidas com a Lei 10.303 com o intuito de favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais.

---

<sup>3</sup> A Lei 6.404 regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes (VIEIRA; MENDES, 2006).



Em junho de 2001 foi lançado o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), representado por uma carteira composta por ações de companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA<sup>4</sup>). Atualmente, esse índice é ponderado pelo valor de mercado das ações em circulação (*free-float*) das respectivas empresas e há peso diferenciado para as empresas do Novo Mercado (peso 2), Nível 2 (peso 1,5) e Nível 1 (peso 1) (BRIDGER, 2006).

A BM&FBOVESPA possui atualmente 4 segmentos especiais de listagem, dos quais 3 são os chamados segmentos especiais de governança corporativa, ou níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), o quarto segmento é o Bovespa Mais, que visa fomentar a inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais. (BM&FBOVESPA, 2009).

A natureza das emissões públicas iniciais nos últimos anos, demonstra clara tendência das empresas brasileiras de capital aberto a oferecer aos investidores melhorias nas práticas de governança e transparência.

Silveira (2002) propõe que a maior proteção aos investidores minoritários criaria a percepção de que estes não sofrerão expropriação por parte dos acionistas controladores, aumentando assim o valor que estariam dispostos a pagar pelas ações, que resulta em redução do custo de capital das empresas. Desta forma, as firmas seriam estimuladas a se financiar crescentemente através do mercado de capitais, estimulando por consequência o desenvolvimento do mesmo e da economia de forma geral. Com isso, os esforços institucionais e governamentais para o desenvolvimento da governança corporativa no mercado de capitais, por meio de incentivos e legislação, tende a criar um círculo virtuoso que resulta no desenvolvimento desse mercado.

Para Rossoni (2013) a governança corporativa é um elemento legitimado que confere credibilidade à firma e, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA representa um indicador do cumprimento das exigências mínimas de práticas de boa governança. Este indicador em teoria funciona como uma sinalização ao mercado, da existência de um valor agregado apresentado pela empresa, o que é refletido na disposição dos investidores a pagar um prêmio por esse valor.

Dentro do exposto o trabalho tem por objetivo verificar se a adoção a níveis diferenciados de governança corporativa estimula a participação do pequeno investidor, a

---

<sup>4</sup> A partir da fusão com a BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), em 2008, passou a ser denominada BM&FBOVESPA.



diluição do controle acionário e o volume financeiro das ações das companhias do setor elétrico. Especificamente busca-se: a) analisar como o nível de listagem incentiva o interesse do pequeno investidor nas ações das companhias em períodos de maior instabilidade dos mercados.; b) Compreender como o nível de governança influencia na dispersão e no controle acionário das companhias; c) Verificar a influência do nível de listagem no comportamento do volume financeiro das ações das companhias do setor elétrico.

### **1.1 Justificativa**

Segundo Procianoy e Verdi (2009) o fato de possuir no mesmo ambiente institucional e legal diversos níveis de listagem e obrigações, faz do mercado brasileiro um cenário ideal para o estudo das consequências da adoção a um destes níveis diferenciados de governança corporativa sobre a liquidez das ações negociadas e outros indicadores.

O crescente desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA aumentam a necessidade de compreensão sobre as motivações e consequências ligadas à listagem nos segmentos especiais, assim como maior clareza na forma como ela é avaliada pelo mercado e quais as implicações desta avaliação sobre as decisões dos investidores. Portanto, o trabalho é relevante por contribuir com a maior compreensão destas implicações sobre a ótica da participação do pequeno investidor, da dispersão do controle e do volume negociado das companhias.

### **1.2 Hipótese**

A adoção de práticas de governança favorece a participação do pequeno investidor, indo ao encontro aos objetivos de solidez e expansão do mercado de capitais brasileiro, por meio do aumento da dispersão do controle das companhias, e por consequência do número de ações em circulação e do volume financeiro das ações.

### **1.3 Metodologia**

O período analisado pela presente pesquisa limita-se ao intervalo de janeiro de 2007 a junho de 2013, no qual destacam-se dois períodos de forte instabilidade para o setor elétrico no mercado de capitais, o primeiro referente a crise financeira global e o segundo ao risco regulatório difundido pela MP 579.

O universo da pesquisa foi composto pelas empresas do setor elétrico listadas na BM&FBOVESPA com papéis negociados no mercado à vista entre janeiro de 2007 e junho de 2013, sendo composto por um total de 30 empresas.



Com base no volume financeiro negociado em 2012, selecionou-se uma empresa de cada segmento (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Dessa forma, a amostra analisada no presente trabalho foi composta pelas seguintes empresas:

- COELCE - Tradicional;
- CEMIG - Nível 1;
- CELESC - Nível 2;
- CPFL ENERGIA - Novo Mercado.

Os dados que embasam as análises realizadas no presente trabalho, referem-se ao volume financeiro, ações em circulação, distribuição do capital e número de investidores e foram obtidos a partir da série histórica de cotações disponibilizada pela BM&FBOVESPA e da consulta aos Relatórios de Informações Anuais (IAN), Formulários de Referência (FR) e Formulários de Informações Trimestrais (ITR) das companhias, disponibilizados na base de dados de divulgação externa da CVM.

A consulta e tratamento dos dados e relatórios foram feitos a partir dos softwares Microsoft Excel 2007, Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) e Empresas.Net.

Os dados financeiros foram deflacionados pelo índice geral de preços – disponibilidade interna (IGP-DI).

Para analisar o reforço ao interesse do investidor por meio da adoção aos níveis diferenciados de governança dentro da amostra estudada, foram avaliadas as variações no número de acionistas pessoa física e jurídica das companhias, uma vez que diferente dos investidores institucionais e dos controladores, estes acionistas estão mais expostos aos riscos de expropriação e possuem um perfil de risco mais conservador, sendo esperado a sua retração em períodos de instabilidade no mercado. Avaliou-se também a evolução do número de acionistas pessoa física a partir de 2010, primeiro ano em que o número de acionistas pessoa física passou a ser disponibilizado nos Formulários de Referência.

Analisou-se ainda a distribuição do capital das companhias integrantes da amostra, a fim de perceber o diferencial apresentado de acordo com o segmento de listagem, sobre o critério da melhor composição para o acionista minoritário, ou seja, maior percentual de ações em circulação.

Por último foi verificado o comportamento do volume negociado trimestralmente (em reais) das companhias que compõe a amostra, a fim de perceber o comportamento desta variável ao longo do período.



## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Procianoy e Verdi (2009) demonstram que a decisão de aderir aos segmentos especiais é influenciada pela necessidade de investimento e crescimento, negociação em outros mercados, estrutura de capital e concentração acionária (a adesão aos níveis diferenciados de governança é utilizada como alternativa de minimizar o nível de assimetria de informação entre os acionistas). Em relação aos efeitos dessa decisão, os autores contribuem para a literatura ao evidenciarem que as empresas aderentes aos novos mercados são recompensadas com maiores níveis de liquidez nos seus papéis.

O estudo de Bridger (2006) busca contribuir com a discussão da relação existente entre a aplicação de práticas de boa governança pelas companhias brasileiras e a precificação de suas ações, o autor se limita a mensurar a governança corporativa exclusivamente pela adesão aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, mostrando que as empresas que se enquadram às regras do Novo Mercado obtêm melhor precificação de suas ações e, portanto, menores custos de captação.

O autor destaca que existem hoje várias evidências de que quanto menor for o nível de proteção legal maior o prêmio cobrado na forma de descontos nos preços das firmas para compensar o risco de expropriação, portanto, as práticas de boa governança corporativa podem reduzir o custo de capital e aumentar o valor de mercado das empresas.

Bridger (2006) definiu como variáveis independentes a participação das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), estas foram relacionadas com as variáveis dependentes utilizadas como medidas de valor, o Q-Tobin e o índice Lucro/Preço (L/P), obtendo resultados consistentes e significativos para a análise da relação entre a adesão a níveis diferenciados de governança e o valor medido pelo Q de Tobin. Observando-se correlação positiva significativa entre a variável de adesão ao Novo Mercado com o Q de Tobin, a adesão aos demais níveis de governança, no entanto, não apresentaram relação significativa, indicando que somente os papéis aderentes ao nível mais alto de governança são melhores avaliados pelo mercado.

### 2.1 Governança corporativa

Uma das principais referências na difusão das melhores práticas de governança corporativa no país é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), segundo o Instituto (2013), governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas,



monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.

A governança corporativa tem relevante papel no mercado de capitais, uma vez que os acionistas precisam de garantias de que as decisões dos administradores estejam alinhadas com seus interesses, este conflito entre propriedade e gestão é o objeto de estudo da teoria da agência. A teoria da agência foi desenvolvida primeiramente dentro da economia financeira para descrever os mecanismos que resolvem os problemas de agência criados pela separação entre controle e propriedade, os chamados conflitos de agência, originados do fato de que nem sempre os interesses dos gestores (agência) estão alinhados com os dos acionistas (principal). A governança corporativa visa então, assegurar que o comportamento dos gestores esteja alinhado com o interesse dos acionistas e com os objetivos de valorização e perpetuação das companhias (JACOMETTI, 2012).

No Brasil, o primeiro código de melhores práticas foi elaborado em 1999 pelo IBGC. Para contribuir nas questões relacionadas aos conflitos de interesse entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou, em 2002, uma cartilha de recomendações de boas práticas de governança corporativa, adaptando alguns conceitos de governança corporativa internacional às características da realidade brasileira, como a predominância de companhias com controle definido (BRIDGER, 2006).

Segundo Procianoy e Verdi (2009), ao estudar os benefícios de atender os requisitos de um maior nível de governança, a literatura conclui que o maior benefício desta decisão é a possibilidade de se obter capital a custos mais reduzidos e de aumentar a liquidez das ações da companhia. A redução do custo de capital (financiamento) decorre da maior confiança na veracidade das informações, que dá mais segurança aos credores e potenciais investidores.

No âmbito gerencial, os benefícios destacam-se na maior participação dos acionistas na tomada de decisões corporativas e na descentralização das mesmas, resultando no estímulo à transformação do contexto empresarial nacional de predominância patrimonialista para um padrão centrado na burocracia (JACOMETTI, 2012).

A Lei 10.303, denominada Nova Lei das S.A.s, promulgada no final de 2001, trouxe avanços significativos relacionados com a defesa dos acionistas minoritários. Entretanto, as mudanças observadas na Lei são modestas no sentido de proporcionar incentivos aos minoritários, não lhes proporcionando direitos suficientes. Isto se deve, principalmente, ao processo de negociação política exigido para a aprovação da nova lei (BRIDGER, 2006).



Os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais de adesão voluntária às práticas de governança corporativa criados pela antiga BOVESPA e inspirados no *Neuer Markt*<sup>5</sup> alemão, onde são negociados papéis de empresas que aderem às melhores regras de proteção aos acionistas minoritários e *disclosure*. Este segmento está subdividido em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Segundo Bridger (2006) os níveis de governança corporativa da BOVESPA se diferem do *Neuer Markt* à medida que empresas que já são de capital aberto podem migrar entre os diferentes níveis. A ideia da subdivisão é que os Níveis 1 e 2, além de uma sinalização de compromisso com as práticas de governança corporativa, sirvam como uma preparação gradual para a adesão ao Novo Mercado.

Implantados em dezembro de 2000 pela antiga BOVESPA, os níveis diferenciados foram desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias (PROCIANOY; VERDI, 2009).

Para Procianoy e Verdi (2009), empresas listadas nos níveis diferenciados adotam práticas que oferecem direitos societários mais amplos aos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, através da melhor qualidade das informações prestadas. Considerando as características legais de cada nível, os autores afirmam que os Níveis 1 e 2 têm como alvo empresas listadas na BM&FBOVESPA enquanto que o Novo Mercado tem como alvo empresas que venham a abrir capital na BM&FBOVESPA.

Bridger (2006) afirma que as exigências para a listagem nos segmentos especiais de governança são regras de governança corporativa, que determinam a resolução dos conflitos de forma mais ágil e especializada por meio de uma câmara de arbitragem, oferecendo aos investidores maior segurança jurídica.

## **2.2 Crise regulatória do setor elétrico**

Tradicionalmente, as ações do setor elétrico sempre foram consideradas de baixo risco. Com o perfil de previsibilidade de receitas do setor e boa perspectiva com relação à distribuição de dividendos, as ações dessas companhias atraíam inclusive investidores com perfil de renda fixa, iniciando os investimentos em renda variável. Este cenário foi drasticamente alterado em 11 de setembro de 2012, com a publicação da Medida Provisória (MP) 579. A medida, parte de um agressivo pacote para a redução do preço da energia elétrica no país, tratava das renovações das concessões de geração, transmissão e distribuição do setor elétrico e virou a Lei 12.783, de 11 de janeiro de 2013. O risco regulatório inserido pela MP

---

<sup>5</sup> Segmento da Bolsa de Frankfurt ativo entre 1997 e 2002, restrito às empresas de tecnologia, com regras de governança corporativa para incrementar a liquidez e atrair novas empresas.



579 decorre não só das medidas adotadas, mas também da pouca clareza na comunicação do governo com o mercado, que resultou em pânico nas mesas de operação, tendo como consequência a queda acentuada das ações das companhias elétricas na bolsa. Em setembro de 2013, as 13 principais companhias elétricas brasileiras valiam a preço de mercado o montante de R\$ 117,5 bilhões, 20% abaixo do total do fim de agosto de 2012. Ainda não é possível dizer se as mudanças introduzidas pela MP 579 (agora Lei 12.783), são passageiras ou se mudaram a dinâmica do setor de forma permanente (CUTAIT; SEABRA, 2013).

### 3 RESULTADOS

#### 3.1 Número de acionistas

Com a criação de um ambiente favorável para os negócios é esperado que mais investidores sejam atraídos e que maior seja a liquidez do mercado de capitais. Desta forma, o estímulo à práticas de governança corporativa vem em consonância com a estratégia da BM&FBOVESPA de estimular a participação do pequeno investidor na bolsa de valores e, a atração deste pequeno investidor, seja ele pessoa física ou jurídica, mostra um grande potencial da expansão do mercado de capitais.

Percebe-se que, recentemente, há uma maior preocupação com a captação sustentável do pequeno investidor, por meio de campanhas publicitárias, estímulo a educação financeira e desmistificação do mercado de capitais. Paralelo a isso, tem-se a promoção de mecanismos e direitos adicionais aos pequenos investidores, como forma de incentivar a sua participação e permanência no mercado em momentos de instabilidade. A popularização do uso do *Home Broker*<sup>6</sup>, que permite a transmissão ordens de compra e venda diretamente ao sistema de negociação da bolsa de valores, e a criação do *After-Market*, que oferece a sessão noturna de negociação eletrônica, são também fatores que facilitam a participação dos pequenos e médios investidores no mercado financeiro.

No entanto, é necessário destacar que todos os esforços realizados em prol do incentivo à inserção de pequenos investidores no mercado acionário serão ineficientes, se a conjuntura econômica não se mostrar favorável. Em primeiro lugar, os pequenos investidores (pessoa física ou jurídica) precisam estar em situação econômica superavitária, para então criarem poupança e direcionar esta reserva financeira para o mercado de capitais, essa

---

<sup>6</sup> O *home broker* é uma ferramenta de acesso aos mercados da Bolsa oferecida por quase todas as corretoras e por meio da qual os investidores negociam ações e minicontratos pela Internet, sem sair de casa ou no próprio trabalho (BM&FBOVESPA, 2013).



transição só irá ocorrer se houver segurança e boas perspectivas quanto ao desempenho da economia e dos setores específicos das empresas listadas na bolsa.

O governo afeta esta perspectiva na medida em que adota posturas intervencionistas e, conseqüentemente, aumenta a sensação de insegurança quanto ao ambiente legal, devido a evidência de riscos regulatórios. Uma das intervenções mais recentes e relevantes foi a alteração das tarifas que reduziram as contas de energia elétrica por meio da MP 579, transformada na Lei 12.783 (BRASIL, 2012). Esta redução trouxe para as empresas do setor elétrico, uma instabilidade capaz de afetar o desempenho das mesmas e alterar as perspectivas dos investidores quanto a resultados futuros, transformando, assim, o perfil destas empresas, geralmente caracterizadas por receitas previsíveis e boa distribuição de dividendos.

Em relação ao setor elétrico, existiram dois momentos de forte instabilidade nos últimos 6 anos, ideais para avaliar a postura dos investidores diante de cenários de instabilidade, indicando a sua segurança ou não nas companhias. O primeiro momento, foi em 2008, em decorrência da crise financeira internacional, que afetou as bolsas do mundo de forma geral e o segundo aconteceu em 2012, em decorrência do pacote de reajustes das tarifas.

A Tabela 1 traz o número de acionistas das empresas estudadas, no período de 2007 a 2013, algumas empresas não tiveram esta informação divulgada todos os anos do período. A COELCE, listada no segmento tradicional, não divulgou esta informação em 2007 e 2009, enquanto a CEMIG, listada no Nível 1 não divulgou a informação em 2008. CELESC e CPFL ENERGIA, listadas respectivamente no Nível 2 e no Novo Mercado, têm a disponibilidade da informação em todos os anos do período, o que mostra maior rigor no cumprimento das exigências impostas pela CVM e BM&FBOVESPA, já que esta é uma informação que deve ser divulgada ao mercado todos os anos.

Tabela 1 – Número total de acionistas, pessoa física e jurídica, de 2007 a 2013

Segui- mento <sup>1</sup>	Companhia	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
T	COELCE	...	1.925	...	2.719	3.378	4.274	3.467
	Var. (%)	...	...	...	...	24,24	26,52	-18,88
N1	CEMIG	108.183	...	118.416	114.190	114.062	115.703	121.173
	Var. (%)	...	...	...	-3,57	-0,11	1,44	4,73
N2	CELESC	6.065	6.105	5.800	5.978	5.630	5.698	5.698
	Var. (%)	...	0,66	-5,00	3,07	-5,82	1,21	-
NM	CPFL	60.150	61.870	60.951	40.708	21.127	17.319	20.374
	Var. (%)	...	2,86	-1,49	-33,21	-48,10	-18,02	17,64

<sup>1</sup> T = Tradicional; N1 = Nível 1; N2 = Nível 2; NM = Novo Mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Relatórios e Formulários de referência das Companhias – 2007 a 2013.



A maior base de acionistas é a da CEMIG, empresa controlada pelo estado de Minas Gerais, listada no Nível 1, já a menor base é a da COELCE, Companhia Energética do Ceará, de controle privado. Em termos de evolução, a COELCE apresentou crescimento na base de acionistas em 2011 e 2012, de 24,24% e 26,52% respectivamente, mas uma retração de 18,88% em 2013, praticamente voltando ao número de 2012, em termos absolutos a quantidade de acionistas é baixa, sendo de 3.467 em 2013 e tendo o máximo do período em 2012, com 4.274.

Já a CEMIG, ainda que listada no Nível 1, é a empresa com maior número de investidores pessoa física e jurídica da amostra, chegando a ter em 2013 quase 6 vezes mais investidores do que a segunda maior, a CPFL ENERGIA. Como não há dados disponíveis para 2008, não é possível analisar se houve evolução ou retração no ano da crise financeira internacional, porém, enquanto 2007 foi o ano com menor número de acionistas da companhia para o período estudado, 2009 foi o segundo maior, atingindo o seu máximo em 2013.

A CELESC, também controlada por um Estado da União, possui número muito menor de acionistas do que a CEMIG. O número máximo de acionistas da companhia chegou a 6.105, no ano de 2008, com pequena retração em 2009 e leve recuperação em 2010.

Entre 2009 e 2010, a CPFL ENERGIA realizou uma reestruturação societária na qual foram incorporadas sete de suas controladas, as quais tiveram suas ações incorporadas ao seu patrimônio mediante aumento de seu capital social. Neste processo, o direito de recesso<sup>7</sup> pôde ser exercido pelos acionistas que dissentiram da deliberação sobre a incorporação das ações. Em junho de 2011, a CPFL ENERGIA realizou um grupamento<sup>8</sup> das ações ordinárias na proporção de 10 (dez) para 1 (uma), com o simultâneo desdobramento<sup>9</sup> de 1 (uma) para 20 (vinte), este processo enxugou a base de acionistas por que aqueles que detinham menos de 10 ações, receberam o crédito de suas ações e saíram da base de acionistas. Segundo o departamento de relações com investidores, o número foi expressivo, pois muitos acionistas possuíam poucas ações em decorrência de fusões e aquisições anteriores.

Desta forma, estes dois eventos que indicam uma busca por melhores práticas de governança corporativa, melhorando a base acionária da companhia e concentrando a liquidez

---

<sup>7</sup> O direito de recesso consiste na faculdade do acionista minoritário retirar-se da companhia, caso discorde de deliberações da Assembleia Geral, expressamente previstas em Lei (art. 137, caput, da Lei das S.A.).

<sup>8</sup> Substituição de duas ou mais ações por uma, com a redução no número de ações pelo qual é dividido o capital social (NASCIMENTO, 2012).

<sup>9</sup> Divisão de cada ação em duas ou mais unidades, passando o titular de cada ação desdobrada a possuir maior número de ações (NASCIMENTO, 2012).



das ações do Grupo CPFL Energia em uma única companhia de capital aberto, podem ser vistos como responsáveis pela forte retração no número de acionistas entre 2009 e 2011, conforme visualizado na Tabela 1. No entanto, entre 2011 e 2012 o número de acionistas continuou caindo, para então ter um aumento de 17,64% em 2013 em relação a 2012.

Quanto à evolução nos períodos de maior instabilidade, não foi possível a análise de 2009, logo após o estopim da crise financeira internacional, pela indisponibilidade dos dados da COELCE e da CEMIG, já em 2013, após a instabilidade causada no setor pela MP 579, percebe-se maior retração no número de acionistas da COELCE, listada no segmento tradicional. As empresas com níveis diferenciados de governança apresentaram neste período variações positivas ou estabilidade, porém é necessário salientar que o nível de governança não é determinante único nesta variação, que pode estar ligada à fatores particulares das companhias, como ocorrido entre 2009 e 2011 com a CPFL ENERGIA.

O número de investidores pessoa física passou a ser disponibilizado separadamente a partir dos formulários de referência, que passaram a ser utilizados em 2010, desta forma, podemos visualizar o número de investidores pessoa física conforme a Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 – Número de acionistas pessoa física de 2010 a 2013

Seguimento <sup>1</sup>	Companhia	2010	2011	2012	2013
T	COELCE	2.349	2.892	4.069	3.324
	Var. (%)	-	23,12	40,70	-18,31
N1	CEMIG	110.938	111.018	112.403	117.311
	Var. (%)	-	0,07	1,25	4,37
N2	CELESC	5.370	5.209	5.247	5.247
	Var. (%)	-	-3,00	0,73	0,00
NM	CPFL	38.531	15.525	12.931	15.565
	Var. (%)	-	-59,71	-16,71	20,37

<sup>1</sup> T = Tradicional; N1 = Nível 1; N2 = Nível 2; NM = Novo Mercado

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados de Relatórios e Formulários de referência das companhias – 2010 a 2013

Destaca-se a forte participação de investidores individuais na base acionária da CEMIG, que em termos absolutos apresentou o aumento mais expressivo do número de investidores. A COELCE, do segmento tradicional, apresentou aumento no número de acionistas em 2011 e 2012, com destaque para 2012, quando o número atingiu 4.069, em 2013, o número retraiu em 18,31%, a CELESC teve uma pequena redução de 3% em 2011.

A CPFL ENERGIA, teve a base de acionistas pessoa física reduzido em quase 60% durante os movimentos de incorporação e reestruturação do capital realizados pela companhia entre 2010 e 2011, com o número voltando a crescer apenas em 2013.



Diante do exposto, conclui-se que o nível de listagem não é condição suficiente para determinar o comportamento do acionista pessoa física e/ou jurídica quanto da decisão de continuar ou não a investir na empresa em períodos de maior instabilidade. Fica evidente porém, que os níveis mais elevados de governança oferecem maiores ferramentas para o investidor na tomada de decisão, uma vez que o segmento tradicional e o Nível 1 são mais suscetíveis a falhas na divulgação de informações.

Dentro da amostra estudada, a COELCE, do segmento tradicional, apresentou a menor base de acionistas pessoa física, e também a que apresentou maior queda neste número após a MP 579, em contraponto, a CPFL ENERGIA, listada no Novo Mercado, apresentou o maior aumento, mas teve redução na base de acionistas pessoa física e jurídica em 2011 e 2012, o que torna necessário considerar que este desempenho seja não apenas efeito do nível de listagem, mas também da recuperação do mal desempenho dos períodos anteriores. A CEMIG, representante do nível mais baixo de governança corporativa, apresenta um grande número de acionistas pessoa física e jurídica e tem um crescimento gradual neste número, evidenciando que não só o nível de governança é responsável por atrair o pequeno investidor.

### 3.2 Ações em circulação (*free float*) e controle acionário

Ao analisar o percentual de ações em circulação através da Tabela 3, percebe-se que todas as empresas estudadas na presente pesquisa, apresentam bom grau de dispersão acionária.

Tabela 3 - Ações em circulação (*free-float*) das Companhias

Seguimento <sup>1</sup>	Companhia	2007	2008	2009	2010	2011	2012
T	COELCE	41,14%	41,14%	...	34,07%	34,07%	41,13%
N1	CEMIG	77,69%	77,69%	...	77,68%	77,68%	77,68%
N2	CELESC	76,75%	76,72%	...	76,74%	76,38%	79,80%
NM	CPFL	30,63%	30,63%	...	30,81%	30,81%	30,80%

<sup>1</sup> T = Tradicional; N1 = Nível 1; N2 = Nível 2; NM = Novo Mercado

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Relatórios e Formulários de referência das Companhias – 2007 a 2012.

A COELCE, listada no segmento tradicional, atenderia sem dificuldades a exigência dos níveis diferenciados de governança de 25% de ações em circulação. As empresas CEMIG e CELESC, ambas empresas estatais, listadas nos Níveis 1 e 2, respectivamente, apresentam *free float* superior a 75%, enquanto que o menor % é apresentado pela CPFL ENERGIA, empresa listada no Novo Mercado, indo em contra ponto à expectativa baseada na literatura. Contudo, é necessário lançar luz sobre alguns aspectos a fim de melhor compreender este fenômeno. Em primeiro lugar, deve-se lembrar que a definição de ações em circulação



considera para este cálculo, tanto as ações preferenciais quanto as ordinárias, o que possibilita que companhias apresentem alto percentual de ações em circulação, mesmo com alta concentração no controle. Através da Tabela 4, nota-se que a COELCE, apesar de ter um percentual considerável de ações em circulação (41,1% para 2012), apresenta apenas 8,34% das ações ordinárias em circulação, o que mostra uma elevada concentração do poder de controle.

Tabela 4 - Ações em Circulação - Por tipo de ação

	COELCE		CEMIG		CELESC		CPFL	
	ON <sup>1</sup>	PN <sup>2</sup>	ON	PN	ON	PN	ON	PN
2007	8,34%	94,06%	49,04%	99,93%	43,96%	98,84%	30,63%	...
2008	8,34%	94,06%	49,04%	99,93%	43,90%	98,84%	30,63%	...
2009	...	...	...	...	...	...	...	...
2010	8,34%	75,60%	49,04%	99,92%	43,71%	99,00%	30,81%	...
2011	8,34%	75,60%	49,04%	99,92%	42,82%	99,00%	30,81%	...
2012	8,34%	94,06%	49,04%	99,92%	49,83%	100,00%	30,80%	...
2013	8,34%	94,06%	49,04%	99,92%	49,83%	100,00%	30,80%	...

<sup>1</sup> Ações ordinárias, que possuem direito a voto.

<sup>2</sup> Ações preferenciais, que não possuem direito a voto.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Relatórios e Formulários de referência das companhias – 2007 a 2013.

As empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, mostram-se menos concentradas em relação ao poder de controle, contudo, a CPFL ENERGIA, listada no Novo Mercado, segmento com maior grau de governança, não apresenta o maior grau de dispersão das ações ordinárias. Em linha com estudo de Abreu e Filho (2012), os resultados do presente trabalho mostram que o nível de listagem não é suficiente para explicar a pulverização do controle das companhias, mas a listagem em níveis diferenciados resulta em uma estrutura de capital menos concentrada e por isso mais atrativa ao acionista minoritário, uma vez que a concentração do poder de controle leva a uma redução da qualidade das informações e aumento do risco de expropriação dos minoritários.

A análise do percentual de ações em circulação e do controle acionário das companhias, mostra que mesmo com significativo percentual de ações em circulação, as companhias apresentam elevada concentração do controle, caso ocorrido com a COELCE. Isso reforça a adoção exclusiva de ações ON exigida no Novo Mercado como ponto positivo ao acionista minoritário, já que as empresas listadas no Nível 1 e no Nível 2, podem atender às exigências de dispersão e ainda assim apresentar alto grau de controle acionário.

A análise da distribuição das ações das companhias mostra que mesmo as ações em circulação, podem apresentar certo grau de concentração, com investidores que apesar de não



estarem vinculados ao controlador, possuem grande percentual das ações com direito a voto, o que tende a provocar uma baixa negociabilidade do controle das companhias, fato evidenciado pela escassez de mudanças na distribuição destas ações ao longo do período.

Este ponto falho da regulamentação, pode trazer uma falsa impressão quanto à qualidade do controle dos Níveis 1 e 2 e inibir os benefícios da listagem nestes segmentos. Destaca-se que as empresas destes segmentos, na amostra, são empresas controladas por estados da União, com elevado controle da propriedade e que devido a este controle poderiam colocar interesses políticos à frente de seus interesses econômicos, ainda que listadas em níveis diferenciados de governança.

### **3.3 Volume financeiro**

O volume financeiro dos ativos é uma variável relevante e que nem sempre é considerada nas pesquisas acerca dos benefícios da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (IQUIAPAZA; BRESSAN; AMARAL, 2010). Contudo, importantes exceções já verificaram um impacto positivo no volume das ações das empresas que aderem aos níveis diferenciados, entre eles Carvalho (2003) constatou que a migração para os níveis diferenciados de governança corporativa aumenta o volume de negociação e reduz a exposição a fatores macroeconômicos.

A análise da variação da liquidez, medida pelo volume negociado das companhias, no presente estudo, buscou relacionar a adoção às práticas de governança corporativa com a evolução no volume negociado das companhias que compõe a amostra. Os resultados apontam que para o período estudado, a adesão a níveis diferenciados de governança não foi determinante na variação do volume financeiro, de acordo com o formulário de referência das companhias, haja vista que a empresa da amostra sem nível de governança apresentou a maior variação entre as empresas estudadas, tendo um aumento de 9,43% no volume negociado no período, enquanto CELESC e CPFL ENERGIA, listadas no Nível 2 e no Novo Mercado apresentaram variação negativa, de 90,74% e 34,10% respectivamente. A CEMIG, listada no Nível 1 apresentou variação de 2,55%.

O volume negociado de todas as empresas apresentou variação positiva em 2012, que pode estar relacionado a forte repercussão do lançamento da MP 579 em setembro de 2012, contudo o presente estudo se limita a analisar a variação do volume, não entrando no mérito da correlação direta entre esta variação positiva e a desvalorização dos papéis do setor ocorrido em 2012.



Em 2011, o volume financeiro da CELESC atingiu o menor patamar do período, não apenas nas ações PNB<sup>10</sup>, mais líquidas, mas também nas ordinárias, o que motivou a forte variação negativa para o período como um todo, outro fato que pode ter influenciado neste movimento é que em 2012 a empresa unificou suas ações preferenciais.

#### **4. Considerações Finais**

Conclui-se através da presente pesquisa que a qualidade das informações e o compromisso com o atendimento às normas regulatórias é mais elevado conforme maior o nível de governança. Apesar do avanço em termos regulatórios e da busca pela qualidade das informações e redução da assimetria de informação, é necessário avaliar os mecanismos, para prover maior qualidade e aprofundamento nos benefícios decorridos das práticas de governança. À medida que as empresas adotam estas práticas em decorrência apenas da homogeneização exigida pelo ambiente constitucional, é necessário perceber e monitorar os reais benefícios desta adoção, afinal, o simples atendimento a requisitos mínimos, não garante a plena realização dos potenciais benefícios oriundos da governança corporativa, tanto para a empresa quanto para o investidor e por consequência para o mercado como um todo. É necessário, portanto, um comprometimento genuíno por parte das companhias em melhorar o seu ambiente constitucional e gerencial, indo além do exigido pela legislação e buscando melhorias que atinjam todas as partes relacionadas a empresa e garanta a sua perenidade.

Em decorrência dos diversos fatores que podem influenciar a formação da base de acionistas de uma companhia, o presente estudo analisou além do número de acionistas, a evolução deste número ao longo do período. Em relação à base de acionistas, a amostra comprovou o esperado, no sentido que a empresa sem nível de governança tem a menor base de acionistas pessoa física e jurídica, já o crescimento linear desta base dentro dos níveis de governança, não ocorre dentro da amostra estudada, tendo a empresa listada no nível 1, maior base de acionistas. Quanto à evolução, conclui-se que o nível de listagem não é condição suficiente para determinar o comportamento do acionista pessoa física e/ou jurídica quanto da decisão de continuar ou não a investir na empresa em períodos de maior instabilidade.

A análise do percentual de ações em circulação e do controle acionário das companhias, mostra que mesmo com significativo percentual de ações em circulação, as companhias podem apresentar elevada concentração do controle, mostrando que é necessário

---

<sup>10</sup> Ações preferenciais classe B, nos termos do artigo 5º do Estatuto da Companhia vigente em 2011.



revisar continuamente os critérios para listagem dos níveis de governança corporativa, a fim de garantir a sua real influência na qualidade de governança das companhias.

Em relação à liquidez das ações, os resultados apontam que a adesão a níveis diferenciados de governança não foi determinante na variação do volume financeiro, que parece ser, predominantemente influenciado por fatores pontuais ligados as companhias.

Sugere-se para futuras pesquisas, a análise sobre a efetividade do *free float* exigido com ações preferenciais e ordinárias, haja vista que as empresas podem apresentar alto grau de concentração, mesmo com um elevado percentual de ações em circulação, e ainda, que estas ações em circulação, pelo entendimento normativo atual, podem estar concentradas nas mãos de poucos investidores, dando uma falsa impressão de dispersão acionária e dificultando a negociação do controle da companhia, sobretudo, para os pequenos investidores. Mostra-se importante também, o desenvolvimento de pesquisas sobre amostras específicas do mercado, a fim de compreender não apenas tendências do mercado sobre determinados indicadores, mas os fenômenos pontuais das companhias que podem inclusive, influenciar significativamente o desempenho das médias setoriais e índices nos quais estão inseridos.

## REFERÊNCIAS

BM&FBOVESPA. Gerência de Desenvolvimento de Empresas. **Novo Mercado Governança Corporativa**. São Paulo. 2009. 16 p. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf)>. Acesso em: 28 set. 2013.

BRASIL. **Medida Provisória nº 579**, de 11 de setembro de 2012. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2012/mpv/579.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/mpv/579.htm)> Acesso em: 17 out. 2013.

BRIDGER, Graciela V. **Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2006. 53 f. Dissertação (Mestrado de Finanças) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/289/2185.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 set. 2013.

CARVALHO, Antonio G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA. **Revista RI**, São Paulo, n. 61, mar., 2003. Disponível em: <[http://www.ibri.com.br/download/revista\\_RI/PDF/RI-61.pdf](http://www.ibri.com.br/download/revista_RI/PDF/RI-61.pdf)>. Acesso em: 27 out. 2013.



CUTAIT, Beatriz; SEABRA, Luciana. A nova era das elétricas. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 de setembro de 2013. Caderno de Finanças, Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3265704/nova-era-das-eletricas#ixzz2hGqiiFKN>>. Acesso em: 29 out. 2013.

CVM. **Instrução nº 480**, de 7 dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 17 out. 2013.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 set. 2013.

IQUIAPAZA, R. A.; BRESSAN, A. A.; AMARAL, H. F. Previsão Não-linear de Retornos na BOVESPA: Volume Negociado em um Modelo Auto - Regressivo de Transição Suave. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 149-171, jan./fev., 2010. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/periodicos/content/frame\\_base.php?revista=1](http://www.anpad.org.br/periodicos/content/frame_base.php?revista=1)>. Acesso em: 27 out. 2013.

JACOMETTI, Márcio. Considerações sobre a evolução da governança corporativa no contexto brasileiro: uma análise a partir da perspectiva weberiana. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 46, n. 3, p. 753-773, mai./jun., 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v46n3/a07v46n3.pdf>>. Acesso em: 26 ago. 2013.

NASCIMENTO, J. Pedro B. **Direito societário avançado**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012. 200 p. Disponível em: <[http://academico.direito-rio.fgv.br/ccmw/images/5/53/Direito\\_Societario\\_Avançado\\_2012-2.pdf](http://academico.direito-rio.fgv.br/ccmw/images/5/53/Direito_Societario_Avançado_2012-2.pdf)>. Acesso em: 16 nov. 2013.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 Determinantes e Consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824747005>>. Acesso em: 03 set. 2013.



RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p.107-128, dez. 2012. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.5433/2178-8189.2012v16n2p107>>. Acesso em: 26 ago. 2013.

ROSSONI, Luciano. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, mai./jun., 2013. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590-0034-7590201300300005.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/>>. Acesso em: 03 out. 2013

VIEIRA, Edson R.; CORRÊA, V. Petrelli. **Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes**. In: Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, 2002, Fortaleza. **Anais...**Fortaleza: ETENE, 2002. p. 25. Disponível em: <<http://www.bnb.b.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/mercado-de-capitais.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2013.