

# **GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS SUCROALCOOLEIRAS E DE BIODIESEL: o novo mercado enquanto estratégia de capitalização<sup>1</sup>**

Selene de Souza Siqueira Soares<sup>2</sup>  
Luiz Fernando de Oriani e Paulillo<sup>3</sup>

## **1 - INTRODUÇÃO**

O agronegócio brasileiro tem passado por inúmeras transformações nos últimos anos. O mercado tem feito exigências em termos de qualidade, certificações e melhoria de processos produtivos. Estas transformações não se restringem aos produtos transacionados, mas estendem-se as novas formas de capitalização acessadas por essas empresas.

Sabidamente, o papel estatal, enquanto agente financiador e promotor de fomento, não tem sido suficiente para o suprimento de toda necessidade do setor. Da mesma maneira, as opções disponíveis no mercado interno de crédito, caracterizado por elevadas taxas de juros e altas tarifas não tem sido uma opção razoável. Desta maneira, o mercado de capitais apresenta-se como uma alternativa viável e menos onerosa para empresas do agronegócio.

As empresas do setor de biocombustíveis têm se mostrado propensas a ingressar no mercado de capitais brasileiro, haja vista a necessidade de investimentos para atender uma demanda crescente por açúcar, álcool e biodiesel. No entanto, esta não tem sido uma transição pouco complexa. O setor sucroalcooleiro é tradicionalmente dominado por empresas familiares que concentram poder nas mãos do patriarca/dirigente. Enquanto que o mercado de biocombustíveis é ainda relativamente novo e cercado de incertezas institucionais.

Contudo, dentre as novas formas organizacionais a serem adotadas por essas empresas, destaca-se a governança corporativa como alternativa para superar a concentração de poder nas mãos do representante familiar, dar maior credibilidade às empresas e reduzir o problema do agente-principal entre investidores e dirigentes.

O maior comprometimento das empresas com a governança corporativa tem sido demonstrado pela entrada destas empresas no mercado de capitais e a adequação destas a um dos três níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA): Níveis 1 e 2 e Novo Mercado.

O Novo Mercado tem sido a opção escolhida pelas empresas recém ingressas ao mercado de capitais e por essa razão será abordado neste artigo. Serão analisadas especificamente 4 empresas de agronegócios, dentre as 10 encontradas na relação de 82 empresas listadas no Novo Mercado. Para essa análise foram privilegiadas as empresas sucroalcooleiras Cosan, São Martinho e Açúcar Guarani e a empresa produtora de biodiesel Ecodiesel.

O artigo é composto de três seções principais além desta introdução. No tópico seguinte será feita uma breve revisão bibliográfica sobre governança corporativa e o novo mercado. Na terceira seção será feita a descrição das empresas estudadas, seguindo-se a isso um tópico conclusivo discutindo as principais características dos modelos de governança corporativa utilizados por cada uma destas empresas.

<sup>1</sup>Registrado do CCTC, IE-92/2007.

<sup>2</sup>Economista, Mestre, Professora nas Universidades AS-SER - Rio Claro (SP) e UNICEP - São Carlos (SP) (e-mail: selene@dep.ufscar.br; selenesiqueira@yahoo.com.br)

<sup>3</sup>Economista, Pós-Doutorado, Professor Associado do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal de São Carlos e do Programa de Pós-Graduação em Gestão da Produção da UFSCAR (e-mail: dlfp@power.ufscar.br).

## **2 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

O mercado de capitais brasileiro desempenha um papel muito pequeno na economia nacional, quando comparado a outras economias como Estados Unidos e países europeus. Estudo de Standard e Poors (2004) estimam que nos

últimos anos, apenas 10% dos investimentos das empresas de capital aberto foram realizados por meio de recursos obtidos no mercado de capitais. Ao contrário, estas empresas normalmente se financiam utilizando-se dos próprios lucros retidos e fontes públicas de financiamento ao investimento. Por um lado, esta característica pode ser atribuída à herança intervencionista do poder estatal, e outras características de uma economia fechada que não induz o aumento da competitividade entre os setores e estabelece o governo federal como a principal fonte de recursos para investimentos.

As recentes transformações da economia brasileira nos anos noventa, com a abertura comercial e aumento da competitividade, somadas à redução da capacidade de participação do Estado enquanto agente financiador da economia, faz emergir a necessidade de novas estratégias de financiamento para as empresas.

Como resultado subjacente a este processo, a participação dos mercados financeiros no PIB nacional tem progressivamente aumentado (ainda que se mantenha aquém dos padrões encontrados em economias mais desenvolvidas). Segundo Ferreira; Silva; Silva (2006), o valor das empresas listadas em bolsa cresceu de um patamar inferior a 8% do PIB em 1991, para um nível superior a 30% uma década depois. Entretanto, Standard e Poors (2004) alertam que a estrutura do mercado não mudou, prevalecendo concentração elevada, baixa liquidez e alta volatilidade. Dados deste mesmo estudo indicam que as 20 maiores empresas listadas em bolsa em 2003, ainda respondem por 70% da capitalização do mercado e apenas 4% delas tem liquidez diária.

Outra coisa que pouco mudou nos últimos anos é a estrutura acionária das empresas brasileiras. Nas empresas de capital aberto se percebe elevada concentração de propriedade. Segundo Ferreira; Silva; Silva (2006), mais de 60% das empresas de capital aberto contam com um único acionista que controla mais de 50% das ações com direito a voto e, em média detêm 70% do capital votante. Em parte, esta concentração deriva da constituição familiar de uma parcela considerável dos grupos investidores nacionais.

Contudo, a financeirização, cada vez maior, da economia tem, aos poucos, modificado alguns padrões de gerenciamento das empresas nacionais. Uma importante mudança se dá nos modelos de gestão. A necessidade de uma ges-

tão cada vez mais profissional, que diminua gradativamente a concentração de poder nas mãos dos sócios-proprietários contribui para aceitação dos novos modelos de governança corporativa. Ou seja, a maior inclinação das empresas aos mecanismos de capitalização do sistema financeiro nacional tem gradativamente modificado as relações entre propriedade e gestão, transformando, aos poucos, grandes proprietários individuais em pequenos acionistas minoritários.

Estas alterações nos padrões de financiamento das empresas trás consigo um clássico problema de agência ou problema do agente-principal. O problema do agente-principal aparece sempre que há dois indivíduos que estabelecem uma relação contratual tal que o bem-estar de um dependerá da ação do outro. O agente é o indivíduo atuante e o principal é o afetado pelas atividades desenvolvidas pelo agente. No caso da gestão empresarial, os gerentes são os agentes e o proprietário é o principal (JENSEN e MECKLING 1976, p.5).

Neste tipo de relação, o agente dispõe de muito mais informação sobre as ações que deve tomar do que o principal. Embora a decisão do agente importe ao bem-estar de ambos, o principal não tem como monitorá-lo perfeitamente, seja por impossibilidade cognitiva ou pelos altos custos que o monitoramento possível demandaria. O que resta ao principal é o acompanhamento dos resultados alcançados, supondo que os dois - agente e principal - almejam a maximização de suas funções utilidade. Desta maneira, o mecanismo de controle necessário para o principal estará sustentado no estabelecimento de contratos que, por meio de incentivos e sanções, possam nortear as ações do agente.

Nessa perspectiva, as boas práticas de governança corporativa contribuem para minimizar os efeitos dos conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, bem como entre executivos e proprietários. Por essa razão, acredita-se que o aprimoramento do processo de governança corporativa seja indutor de melhoria na eficiência interna empresarial.

## 2.1 - O Novo Mercado e as Práticas de Governança Corporativa

A governança corporativa envolve um conjunto de relações entre a administração de

uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. O processo também proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa e a maneira de atingir estes objetivos e fiscalizar o desempenho.

No ano de 2000, a Bovespa introduziu três segmentos especiais para listagem de empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa, conhecidos como níveis 1 e 2 e Novo Mercado. O comprometimento destas empresas com as boas práticas de governança corporativa é voluntário, contudo sobre estas empresas recaem maiores exigências de divulgação de informações em relação àquelas já impostas pela legislação brasileira. Acredita-se que tais regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade da informação fornecida aos acionistas.

Uma vantagem importante trazida pela governança corporativa é a percepção da informação. Enquanto há alguns anos, a retenção de informação costumava ser vista como uma maneira de obter e manter poder, atualmente, o mercado exige cada vez maior participação da informação de maneira mais transparente e imparcial possível. Desta forma, os controladores das empresas são progressivamente obrigados a fornecer mais e melhores informações a terceiros quando usufruir seus recursos (FERREIRA; SILVA; SILVA, 2006).

No Brasil, alguns esforços para melhoramento da qualidade de governança corporativa têm sido feitos. Dentre estes destacam-se o Código das melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); a reforma na Lei das Sociedades Anônimas e o Novo Mercado criado pela Bovespa.

De acordo com Bovespa (2007), as práticas de governança corporativa no Novo Mercado vão além daquelas seguidas pelas organizações do nível 2. As regras societárias são requisitos de grande importância para a listagem da companhia, pois ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e trazem, como principal inovação, a proibição de emissão de ações preferenciais. As organizações também devem estender, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, obrigatoriedade de realização de uma oferta de

compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado, cumprimento de regras de *disclosure* (transparência) em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Adicionalmente, de acordo com a Bovespa (2007), a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações:

- a) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- b) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- c) Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- d) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais - entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- e) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais - entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- f) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas - entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- g) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- h) apresentação de um calendário anual, no qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc;
- i) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- j) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- k) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia; e
- l) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

As obrigações definidas pela Bovespa abrangem uma série de fatores dos quais consistem as boas práticas de governança corporativa. Contudo o estabelecimento de uma estrutura de governança corporativa que maximize a utilidade de todos os agentes envolvidos - acionistas, proprietários e gerentes -, gerando o maior valor possível para a organização e seus *stakeholders*, vai além das exigências descritas e pode abranger outros critérios conforme se segue.

### 2.1.1 - As boas práticas de governança corporativa

Os melhores princípios para a governança corporativa devem estimular adequadamente o conselho de administração e a diretoria executiva a perseguir objetivos que sejam de interesse da empresa e de seus acionistas e que facilite a fiscalização eficiente, incentivando as empresas a otimizar a utilização de recursos.

A estrutura da governança corporativa também dependerá do ambiente jurídico, regulamentar e institucional, bem como de fatores como ética empresarial e consciência corporativa dos interesses ambientais e sociais das comunidades em que a empresa opera. Considerando esses inúmeros fatores que afetam a governança e o processo decisório das empresas, a OCDE (1998) definiu alguns princípios que constituem boas práticas de governança e ajudam a reduzir os problemas de governança que advêm da se-

paração entre participação acionária e controle. Trataremos neste artigo, resumidamente, dos principais princípios definidos pela OCDE.

Segundo relatório da OCDE (1998), não há um modelo único de boa governança corporativa, mas é possível identificar alguns elementos em comum subjacentes à boa governança corporativa. Os princípios definidos pela OCDE são baseados nesses elementos comuns e formulados de modo a abranger os diversos modelos existentes. A fim de facilitar o entendimento, alguns dos principais princípios serão abordados em tópicos, conforme se segue:

- a) a estrutura de governança corporativa deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, inclusive os minoritários e os estrangeiros. Todos os acionistas deverão ter a oportunidade de obter efetiva reparação por violação de seus direitos;
- b) a estrutura da governança corporativa deve reconhecer os direitos das partes interessadas (*stockholders*), conforme previsto em lei, e incentivar a cooperação ativa entre empresas e partes interessadas (*stockholders*) na criação de riquezas, empregos e na sustentação de empresas economicamente sólidas;
- c) a estrutura da governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa, inclusive situação financeira, desempenho, participação acionária e governança da empresa;
- d) possibilidade dos acionistas entrarem com processos jurídicos e administrativos contra diretores e conselheiros. A experiência mostra que um importante fator determinante do grau de proteção dos direitos dos acionistas é a existência de métodos eficazes para obter reparação contra prejuízos por um custo razoável e sem demora excessiva. A confiança dos acionistas minoritários é maior quando o sistema jurídico provê os mecanismos para que eles entrem com ações, se justificadamente acreditarem que seus direitos foram desrespeitados; e
- e) separação entre conselho de administração e diretoria executiva. Além de orientar a estratégia corporativa, o conselho é principalmente responsável pela fiscalização do desempenho administrativo e por conseguir um retorno adequado para os acionistas, bem como impedir conflitos de interesse e equilibrar diversas exigências concorrentes feitas à empresa. Para

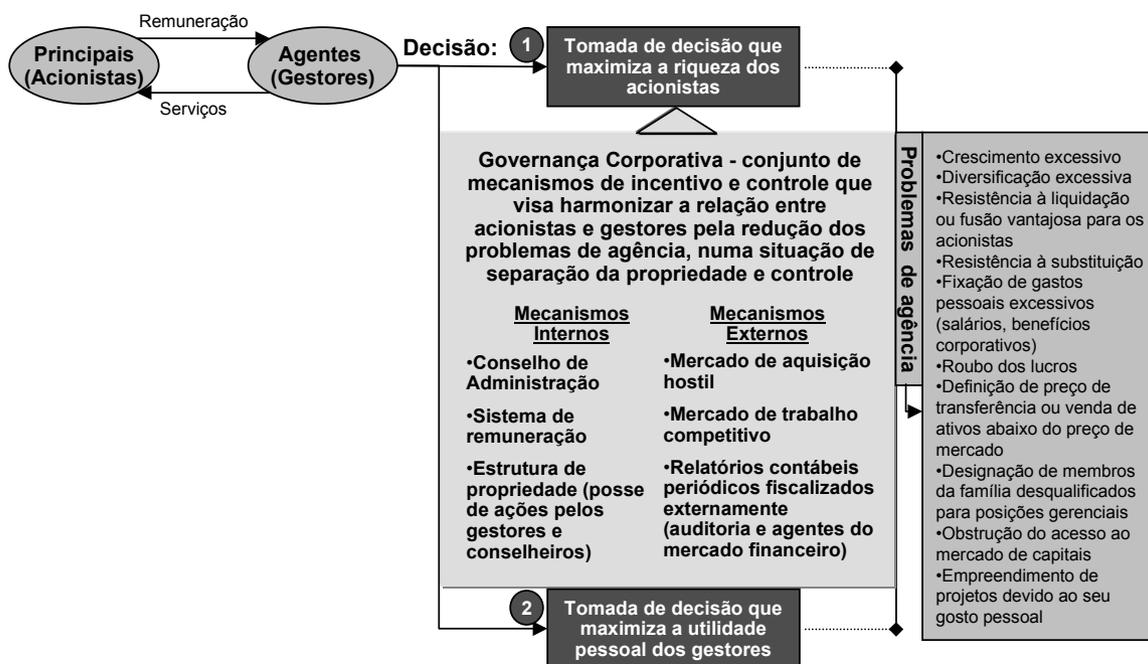
que possam efetivamente desincumbir-se de suas responsabilidades, os conselhos devem ter algum grau de independência da diretoria executiva. O Presidente do Conselho, como líder, pode desempenhar um papel central, assegurando a governança efetiva da empresa, sendo responsável pela efetiva função do conselho. O Presidente do Conselho poderá, em alguns países, ser apoiado pelo secretário da empresa. Em sistemas de conselho unitário, propõe-se freqüentemente a separação dos papéis de Executivo Principal e Presidente do Conselho, de modo a assegurar um equilíbrio apropriado de poder, aumentando a responsabilidade por prestação de contas e a capacidade do conselho de tomar decisões independentes.

De acordo com estas premissas, podemos perceber que as normas estabelecidas pela Bovespa atendem boa parte das sugestões apresentadas pelo estudo da OCDE, e permitem que as empresas se encarreguem das demais. De uma maneira geral, a única recomendação que não faz parte das normas da Bovespa se refere à separação do conselho de administração

e da diretoria executiva.

Cabe diferenciar também que, mesmo havendo princípios básicos já definidos para a boa governança corporativa, há espaço de atuação relativamente amplo para o estabelecimento de condutas de governança corporativa a serem seguidas por cada empresa, sendo esta de capital aberto ou não.

Conforme se observa na figura 1, o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia. Juntamente com o Conselho de Administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são elementos importantes para a redução dos custos de agência resultantes de tomadas de decisão que não maximizem a riqueza dos acionistas por parte dos executivos.



**Figura 1** - O Problema de Agência dos Gestores e a Governança Corporativa.

Fonte: Silveira (2002, p.14).

Por esta razão, os participantes do mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Entre essas práticas de governança, está o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBCG, que ressalta a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com três características principais:

- a) maior participação possível de membros independentes no conselho;
- b) pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho; um conselho com número adequado de membros.

Segundo Silveira; Barros; Famá (2003), praticamente todos os códigos de governança alertam para a importância de um Conselho de Administração composto por uma maioria de membros externos na companhia. Segundo o autor, esta recomendação reflete a idéia intuitiva de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e de que somente conselheiros externos profissionais podem ser monitores eficazes. De acordo com os códigos de governança, um Conselho de Administração dominado por executivos pode atuar como um mecanismo de defesa dos gestores (OCDE, 1998).

Já com respeito ao tamanho ótimo do Conselho de Administração, a literatura indica que a efetividade do conselho tende a diminuir na medida em que ele ultrapassa um certo número de membros. Jensen (1993) argumenta que um conselho "superpovoado" possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo.

Embora se reconheça que o tamanho do conselho não é uma variável fácil de se dimensionar, estudo realizado por Silveira; Barros; Famá (2003) indica que as empresas que operam com conselhos de administração com quatro a oito membros obtêm, em média, resultados financeiros melhores que empresas com conselhos de tamanhos diferentes.

Desta forma, será feita análise das principais características da estrutura de governança corporativa das quatro empresas selecionadas. Antes da realização deste comparativo será feita uma breve caracterização das empresas.

### 3 - EMPRESAS ANALISADAS

#### 3.1 - Açúcar Guarani

A Açúcar Guarani S.A. é uma empresa que opera a transformação de cana-de-açúcar em açúcar, etanol e energia elétrica, realizada atualmente por meio de quatro unidades industriais em operação: Severínia, Cruz Alta (Olimpia), São José (Colina), Andrade Açúcar e Álcool S.A. (Pitangueiras). A companhia contará ainda com a participação da unidade industrial Tanabi, em construção, e o Projeto Cardoso.

Na safra 2006/07, a Companhia processou 8,2 milhões de toneladas de cana-de-açúcar, produziu 890,6 mil toneladas de açúcar, 164,6 mil metros cúbicos de etanol e 253,1 mil MWh de energia elétrica.

A Guarani é uma das mais ativas empresas do setor sucroalcooleiro brasileiro, tendo adicionado 4,5 milhões de toneladas de cana-de-açúcar à sua capacidade de processamento nas últimas três safras. Atualmente, a Companhia emprega 8.743 funcionários, dos quais 4.407 são safristas (AÇUCAR GUARANI, 2007).

A acionista controladora da Guarani, a empresa francesa Tereos, é atualmente a quarta maior produtora de açúcar, a sétima maior produtora de etanol e a terceira maior produtora de glucose da Comunidade Européia.

#### 3.2 - Cosan

A Cosan é o maior produtor de açúcar do Brasil, estando entre os três maiores produtores de açúcar do mundo, tendo vendido 2,4 milhões de toneladas de açúcar no exercício social de 2006. É também o segundo maior exportador de açúcar do mundo, tendo exportado 2,0 milhões de toneladas no exercício social de no mesmo ano. Na safra 2006/07, a empresa produziu 64 milhões de sacas de açúcar e mais de 1.300 m<sup>3</sup> de etanol.

As operações com açúcar e álcool são realizadas por meio de dezessete usinas, duas refinarias e dois terminais portuários de açúcar, operadas pela companhia pelas suas controladas Da Barra e FBA. As exportações de açúcar são conduzidas principalmente por sua controlada Cosan Operadora Portuária, que opera as instalações portuárias e os armazéns no Porto

de Santos no Estado de São Paulo (COSAN, 2007).

### 3.3 - São Martinho

O Grupo São Martinho é um dos maiores do Brasil no segmento sucroalcooleiro e também uma referência mundial na produção de açúcar e álcool. Conta atualmente com duas usinas de açúcar e álcool em operação e mais uma em construção (Usina Boa Vista), em Goiás, além de uma unidade de negócio em biotecnologia, a Omtek, em Itacemópolis. Em 2006, o Grupo processou cerca de 9,7 milhões de toneladas de cana, produzindo 597 mil toneladas de açúcar e 440 milhões de litros de álcool (SÃO MARTINHO, 2007).

### 3.4 - Ecodiesel

A Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustíveis e Óleos Vegetais S.A. é líder na produção de biodiesel no Brasil, sendo a pioneira na produção de biodiesel em escala comercial no Brasil e maior produtora do setor. Atualmente, a comercialização de biodiesel no país é feita predominantemente por meio de leilões públicos promovidos pela ANP. Considerando os resultados de todos os leilões de biodiesel realizados até o momento, a Brasil Ecodiesel assegurou o fornecimento de 488.000 m<sup>3</sup> de biodiesel até o final de 2007, equivalente a 58,1% do volume total objeto dos leilões (BRASIL ECODIESEL, 2007). A empresa conta com três plantas em operação, uma em Crateús, no Ceará, outra em Iraquara, na Bahia, e a terceira em Floriano no Piauí.

### 3.5 - Resumo dos Principais Indicadores de Governança Corporativa

QUADRO 1 - Indicadores de Governança Corporativa das Empresas Seleccionadas

	Açúcar Guarani	Cosan	São Martinho	Brasil Ecodiesel
<b>Conselho de Administração</b>				
Quantidade de membros permitida pelo estatuto social	n.d.	de 7 a 20	7	de 5 a 9
Membros no conselho de administração	7	11	7	9
Quantidade de consultores independentes	1	2	1	4
Quantidade de consultores independentes exigida pela Bovespa	1	2	1	2
<b>Diretoria executiva</b>				
Quantidade de membros permitida pelo estatuto social	n.d.	n.d.	de 2 a 6	de 3 a 16
Membros na diretoria executiva	6	8	5	8
Presidente do Conselho de Administração é presidente da Diretoria Executiva	sim	sim	não	não
Membros coincidentes entre Diretoria Executiva e Conselho de Administração	1	3	1	1
% de controle acionário do acionista majoritário	62 <sup>1</sup>	35	60 <sup>2</sup>	35

<sup>1</sup>Refere-se às participações acionárias do grupo Tereos: Tereos com 54,2% e Tereos do Brasil Participações Ltda com 7,9%.

<sup>2</sup>Refere-se às participações acionárias da família Ometto: João Ometto Participações S.A. com 25,23%; Luiz Ometto Participações S.A. com 25,23% e Nelson Ometto Participações S.A. com 10,76%.

Fonte: Elaborada pelos autores a partir dos sites institucionais das empresas.

## 4 - CONCLUSÕES

Analisando os dados encontrados nas empresas seleccionadas percebemos que, quanto às obrigatoriedades de divulgação de informações trimestrais e anuais, com qualidade superior ao que normalmente se exige das empresas de

capital aberto em geral, as empresas do Novo Mercado estão de acordo, tanto com as normas da Bovespa, quanto com as recomendações da OCDE. Com respeito às condições igualitárias para os acionistas minoritários, e segundo recomendação da OCDE, também para os acionistas estrangeiros, novamente não há qualquer ques-

tionamento quanto ao comportamento destas empresas.

Quanto ao reconhecimento dos direitos dos *stockholders*, algumas colocações a este respeito foram encontrados nos sites institucionais, com destaque para a Brasil Ecodiesel que desenvolveu um código de conduta, para descrever os princípios que norteiam o relacionamento da empresa com os principais públicos envolvidos em sua atuação. A empresa deixa claro que a elaboração deste código é uma deliberação explícita da política interna de melhoramento do processo de governança corporativa. O código é um instrumento de aplicação obrigatória entre os empregados da empresa e serve de referência para os parceiros comerciais. Nas demais empresas não foram encontradas iniciativas deste tipo.

No que se refere à constituição dos conselhos de administração, o que prevê os estatutos sociais das empresas ultrapassa os valores indicados por Silveira, Barros; Fama (2003), que é de quatro a oito membros. O caso que mais chama atenção é o da Cosan, já que seu estatuto social permite até vinte membros no conselho. Quanto à quantidade efetiva de membros no conselho de administração somente açúcar Guarani e São Martinho estão no intervalo indicado pelos autores, contando com sete membros cada. Na Brasil Ecodiesel percebemos um membro a mais que o indicado, enquanto na Cosan, o número de membros excedentes, segundo a metodologia proposta, é de quatro membros.

Quanto à quantidade de consultores independentes, destaca-se a participação de quatro consultores deste tipo na Brasil Ecodiesel, o que excede em dobro a quantidade exigida pela Bovespa que é de dois consultores independentes. Todas as demais companhias mantêm a quantidade de consultores independentes exigidos pela Bovespa, que é de 20% do total de membros.

Quanto ao funcionamento das diretorias executivas, a constituição destas se mantém em patamares compatíveis com os de outras empresas em processo de aumento da governança corporativa. Não foram encontrados estudos que testem qual seria o melhor tamanho para a constituição de uma diretoria executiva. Sabe-se, contudo, que ela não deve conter muitos membros, uma vez que isso dificultaria a tomada de decisões.

Com respeito à independência entre conselho de administração e diretoria executiva, a maior dependência é constatada na Cosan, que além de manter coincidência entre presidências do conselho de administração e da diretoria executiva, ainda conta com mais dois membros coincidentes nas duas representações. Seguida pela Cosan, está a açúcar Guarani, que também mantém coincidência entre as presidências do conselho e da diretoria, contudo, este é o único membro coincidente. Já a São Martinho e a Brasil Ecodiesel contam com pessoas diferentes nas presidências da diretoria executiva e do conselho de administração e mantém apenas um membro coincidente entre os dois.

Sobre a concentração do controle acionário, destaque para Açúcar Guarani e São Martinho, nas quais os grupos que detêm maior controle permanecem com cerca de 60% das ações com direito a voto. Seguem-se a estas a Cosan e Brasil Ecodiesel, nas quais este percentual se mantém em cerca de 35%.

Como conclusões subjacentes a esta pesquisa, podemos dizer que a construção dos perfis de governança corporativa das empresas de agronegócio ainda tem muito a progredir. De maneira geral, podemos considerar que por ser um movimento relativamente novo na história destas empresas, muitos progressos já podem ser percebidos, e o maior deles é a inserção destas empresas no mercado financeiro, por meio da aderência ao Novo Mercado da Bovespa.

Outrossim, recomendamos que novos estudos sejam feitos, estudando as razões que, efetivamente motivam as escolhas destas empresas com respeito à assimilação de alguns princípios de boa governança corporativa e não de outros. Da mesma forma, novos esforços também podem ser desenvolvidos para correlacionar estas novas estruturas de governança corporativa com as estruturas de governança e as relações de poder nestes setores, tanto para as empresas socroalcooleiras, que estão em um setor tradicionalmente concentrado, e que opera, há muitos anos, sob controles familiares, quanto nas empresas de biodiesel, que têm se constituído já considerando a perspectiva de uma nova economia nacional, com instrumentos financeiros mais acessíveis e com a realidade da governança corporativa.

## LITERATURA CITADA

AÇUCAR GUARANI. **Relatório de Atividades 2006**: açúcar guarani. São Paulo, maio 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. **Regulamento de listagem do novo mercado**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 15 set. 2007.

BRASIL ECODIESEL. **Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.brasilecodiesel.com.br/ri/index.htm>. Acesso em: 10 set. 2007.

COSAN. **Relação com investidores**: governança corporativa e novo mercado. Disponível em: <http://www.cosan.com.br/ri/>. Acesso em: 10 set. 2007.

FERREIRA, P. A.; SILVA, S. S.; SILVA, A. T. B. Governança corporativa e o novo mercado: uma estratégia de capitalização para o setor sucroalcooleiro. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 9., 2006, São Paulo. **Anais... FEA/USP**, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 5 set. 2007.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880, 1993.

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

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **Princípios de governança corporativa da OCDE**. Paris, 1998.

SÃO MARTINHO. **Práticas de governança corporativa e novo mercado**. Disponível em: <http://www.saomartinho.ind.br/>. Acesso em: 12 set. 2007.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

\_\_\_\_\_; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração da USP**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 57-71, jan./mar. 2003.

STANDARD & POORS. **Estudos de governança corporativa de países**. São Paulo, 2004.

### **GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS SUCROALCOOLEIRAS E DE BIODIESEL: o novo mercado enquanto estratégia de capitalização**

**RESUMO:** *A nova fase da economia brasileira, em que é cada vez menor a atuação do governo federal enquanto agente fomentador de investimento, tem forçado as empresas a recorrerem a novas estratégias de financiamento. Entre elas, destaca-se o mercado de capitais. A maior proximidade entre empresas tradicionalmente familiares e o mercado financeiro foi impulsionada pelo lançamento do novo mercado na Bovespa. Para ingresso neste novo mercado, as empresas de agronegócio têm gradativamente se aproximando dos modelos de governança corporativa. O artigo trata de quatro empresas agroindustriais - Açúcar Guarani, Cosan, Brasil Ecodiesel e São Martinho - e demonstra como a governança*

corporativa tem contribuído para a gestão delas, e de que forma o processo se estrutura dentro destas empresas, comparativamente às melhores práticas de governança corporativa.

**Palavras-chave:** governança corporativa, capitalização, mercado de capitais, agronegócio.

**CORPORATE GOVERNANCE IN BRAZILIAN BIOENERGY INDUSTRIES:  
the “new market” as a capitalization strategy**

**ABSTRACT:** *The rapid changes in the Brazilian agribusiness scenario have been forced enterprises to find new and better forms to finance their investments. At present, the intervening actions from the State are minute and the stock market is the most important financing source. The Novo Mercado (New Market) governance level implemented by the Sao Paulo Stock Exchange - BOVESPA in 2000, is a special model of market dedicated to enterprises that have corporate governance. The enterprises studied are in a complex process of transforming their productive process and management models to be more efficient than their old family business governance. The best practice in this area is the corporate governance. Thus, this article presents a brief panorama of the trends of four bioenergy industries (three of them produce ethanol, and one biodiesel). It was evidenced how corporative governance can modify the structure of administration compared to the best practices of corporate governance.*

**Key-words:** corporate governance, capitalization, stock market, agrobusiness.

---

Recebido em 21/11/2007. Liberado para publicação em 24/01/2008.