

## EXIGÊNCIAS REQUERIDAS ÀS EMPRESAS PARTICIPANTES DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DO BANCO PANAMERICANO S/A

**Eduardo da Silva Flores**

Mestre em Contabilidade e Controladoria pelo Centro Universitário FECAP.

E-mail: eduardo.flores@fecap.br

**Karen Yoshida**

Pós-graduada em Finanças Empresariais pelo Centro Universitário FECAP.

E-mail: karen.yoshida@gmail.com

Recebido em: 21 de maio de 2012 / Aprovado em: 19 de junho de 2012

Editores Responsáveis: Prof. Ms. Marcelo Krokosz; Prof. Dr. Wanderley Carneiro

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

### RESUMO

É indiscutível a importância dos conceitos de governança corporativa, sobretudo pela proposta atrelada à evolução das práticas empresariais de gestão. No Brasil, o assunto começou a ganhar maior destaque a partir do ano de 1995, com a formação do atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), obtendo reforços importantes para o desenvolvimento da temática com a criação de segmentações especiais pela BM&F Bovespa em 2000, bem como com as recomendações da CVM, em 2002. No entanto, casos recentes envolvendo companhias brasileiras de capital aberto, aderentes aos níveis de governança corporativa, têm revelado total inobservância dos preceitos adjuntos ao arcabouço de boas práticas de gestão. Dentre esses casos, destaca-se o do Banco Panamericano, o qual se viu forçado a realizar baixas contábeis de mais de 4 bilhões de reais em 2010, em virtude de irregularidades contábeis. Nesse contexto, o presente trabalho teve por objetivo avaliar se o Banco atendia aos requisitos impostos pela bolsa de valores, a fim de que pudesse ser considerado membro integrante de tal segmentação. Para tanto, foi desenvolvido um estudo qualitativo de caráter exploratório, o qual se valeu de documentos do

período de 2007 a 2010. A documentação foi analisada sob a perspectiva da técnica de análise de conteúdo. Foi possível constatar que a maioria dos requisitos exigidos pelo regulamento do Nível 1 foram atendidos pela administração do Panamericano, contudo, alguns itens essenciais não foram localizados, tais como: não há menção de fiscalizações exercidas por parte da BM&F Bovespa a esse respeito, colocando em questão a transparência do processo e a eficiência dessa atividade autorregulada por meio da bolsa de valores do estado de São Paulo.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Banco Panamericano. Mercado de Capitais Brasileiro. Níveis de Governança Corporativa.

#### ABSTRACT

It is not discussions about the importance of the corporate governance concepts, especially the proposal linked the evolution of business management practices. These concepts was began in Brazil and to gain greater prominence since the year 1995 with the formation of the current Brazilian Institute of Corporate Governance, obtaining important enforcements for the development of the theme with the created segmentations special by BM&FBOVESPA in 2000, as well as the recommendations of the CVM in 2002. Furthermore, recent cases involving publicly trades Brazilian companies, adhering to framework of corporate governance, has showed total disregard of the good management practices. In these companies, we have the Panamericano Bank, which was forced to write-off more than 4 billions of Reais in 2010, due to accounting irregularities, this institution which was adhered to level 1 of corporate governance. In this context, this paper aimed to assess whether the Bank met the requirements imposed by Brazilian stock exchanges, so that could be considered an integral member of such target. For this purpose we developed an exploratory qualitative study, which documents of the period 2007 to 2010, the documentation was analyzed from the perspective of the technique of content analysis. It was found that most of the requisites imposed by regulation of the corporate governance Level 1, were treated by the administration of the Panamericano Bank, yet some essential items were not located and didn't have answers of the BM& F Bovespa about the irregularities in this case, putting in question the transparency and the efficiency of the self-regulated activity exercised by the Brazilian Stock Exchange.

**Key words:** Corporate Governance. Panamericano Bank. Brazilian capital market. Levels of Corporate Governance.

## 1 INTRODUÇÃO

Os conceitos de governança corporativa (GC) foram introduzidos na literatura empresarial, inicialmente pela publicação da pesquisa *The modern corporation and private property*, de Berle e Means (1932), sendo esses autores os primeiros a discutirem os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle das grandes corporações norte-americanas, sem, no entanto, utilizarem ainda a expressão “governança corporativa” (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008; ANDRADE; ROSSETTI, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2008). No decorrer do século XX, contribuições relevantes para a formação da base teórica do assunto foram dadas por: Coase (1937), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972), Williamson (1975), Klein (1976), entre outros. Compete destacar o estudo realizado por Jensen e Meckling (1976), considerado um marco para tal linha de pesquisa, uma vez que apresentou uma organização profícua à estruturação formal do assunto em virtude do estabelecimento de três contribuições principais, quais sejam: 1) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos conflitos de interesse individuais; 2) a definição de um novo conceito de custos de agência; e 3) nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve com um ponto de ligação para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos. Jensen e Meckling (1976) formularam novas teorias que tiveram suas verificações empíricas testadas e complementadas por autores como Morck, Shleifer e Vishny (1988). Esses materiais serviram como ponto de partida para que pesquisas em governança fossem realizadas em todo o mundo ao longo dos últimos vinte anos.

A discussão envolvendo o assunto ganhou maior destaque no Brasil a partir de 1995, com a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e, posteriormente, em 1999, quando essa instituição realizou a publicação do primeiro manual dispondo acerca de práticas de boa gestão. Já em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) realizou a recomendação da adoção de tais práticas às companhias brasileiras de capital aberto, culminando com os esforços promovidos, dois anos antes, pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, atual BM&F BOVESPA, ao criar segmentações especiais para as empresas que aderissem a tais preceitos, os quais ficaram então conhecidos como níveis de governança corporativa.

Após esses eventos, as pesquisas brasileiras na linha de GC cresceram de maneira considerável, mostra disso são os trabalhos desenvolvidos por Siffert Filho (1998), Valadares e Leal (2000) Leal, Carvalhal Da Silva e Valadares (2002), Carvalhal Da Silva e Leal (2003), Okimura (2003), Saito (2003), Silveira *et al* (2004) , Procianoy e Schnorrenberger (2004), Silveira (2005), Silveira (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007). Esse processo revela uma importância maior atribuída ao que Silveira (2005) preconiza como sendo o aumento da probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem o retorno acerca de seus investimentos, o qual em tese poderia ser obtido pela ampla utilização deste mecanismo.

Muito embora todos os esforços promovidos para a criação de incentivos à utilização das boas práticas de gestão, casos recentes de problemas atrelados à administração de empresas listadas em segmentos de governança corporativa, tais como Sadia, Aracruz, Agreco e Banco Panamericano, vêm colocando em questão a eficácia de tais mecanismos, bem como a credibilidade da associação das companhias a essas segmentações. Dos casos mencionados, destaca-se o do Banco Panamericano, o qual, segundo suas demonstrações financeiras disponíveis na CVM referentes à data base de 2010, relata que, em virtude de inconsistências contábeis, houve o reconhecimento no resultado deste mesmo ano de perdas estimadas em aproximadamente 4,3 bilhões, impondo à administração da Instituição a necessidade de se recorrer a um empréstimo junto ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC), em prol da manutenção da solvência financeira do Banco. Cumpre destacar que o Panamericano encontra-se como membro do Nível 1 de governança corporativa desde de 2007.

Nesse contexto, o presente artigo teve por objetivo analisar qual foi o cumprimento do Banco Panamericano S/A acerca das exigências estipuladas pela BM&F Bovespa como fatores condicionais para listagem no nível 1 de governança corporativa

Para tanto, o presente estudo foi organizado da seguinte maneira: (2) fundamentação argumentativa acerca dos conceitos inerentes à sustentação desse estudo, tal que análise pormenorizada dos eventos mencionados pela companhia base para desenvolvimento deste trabalho; (3) esclarecimentos relacionados à estratégia funcional adotada para obtenção das constatações atreladas ao objetivo de pesquisa deste trabalho; (4) campo de estabelecimento dos achados concernentes ao estudo, bem como exposição das considerações referentes a tais verificações; e (5) exposição da síntese dos resultados obtidos, tal como sugestões de pesquisas futuras ligadas à temática exposta.

## 2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa originou-se de cinco processos históricos: 1) Formação, desenvolvimento e evolução do capitalismo e do mundo corporativo; 2) Crescimento e poder das corporações; 3) Dispersão do capital de controle; 4) Divisão entre propriedade e controle; 5) Conflitos de agência. (ANDRADE; ROSSETTI, 2007).

Segundo Álvares, Giacometti e Gusso (2008) e Sirqueira (2007), a separação entre propriedade e controle nas empresas é uma prática antiga, dado que em 1776 a pesquisa *The wealth of nations*, de Adam Smith, já trazia o argumento de que não se pode esperar que os gestores de empresas tratem do dinheiro de outras pessoas da mesma forma como fariam com o seu. Berle e Means (1932) foram os primeiros a introduzirem os conceitos de governança corporativa na literatura empresarial, mesmo sem defini-los dessa maneira. Segundo Andrade e Rossetti (2007), os autores trataram de três aspectos cruciais da evolução no mundo corporativo: 1) o afastamento entre a propriedade e o controle; 2) as mudanças no comando das companhias e as divergências de interesse entre eles; e 3) a inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e sobre o objetivo de maximização do lucro.

No decorrer do século XX, contribuições relevantes para a formação da base da governança corporativa foram dadas por diversos pesquisadores, sendo o trabalho de Jensen e Meckling (1976) um marco para o tema. Esses autores, segundo Okimura (2003), estruturam de maneira abrangente a *agency theory* estabelecendo que tal problemática é proveniente dos conflitos de interesses existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), um relacionamento de *agency* é “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Nessa relação, pressupõe-se que o agente tome decisões que atendam aos interesses do principal, no entanto, segundo Eisenhardt (1989), principal e agente estão engajados em

um comportamento corporativo, mas possuem diferentes metas e diferentes atitudes com relação ao risco.

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, em que as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas. (SILVEIRA, 2006, p.27).

Segundo Andrade e Rossetti (2007), a governança corporativa possui valores que lhe dão sustentação, sendo:

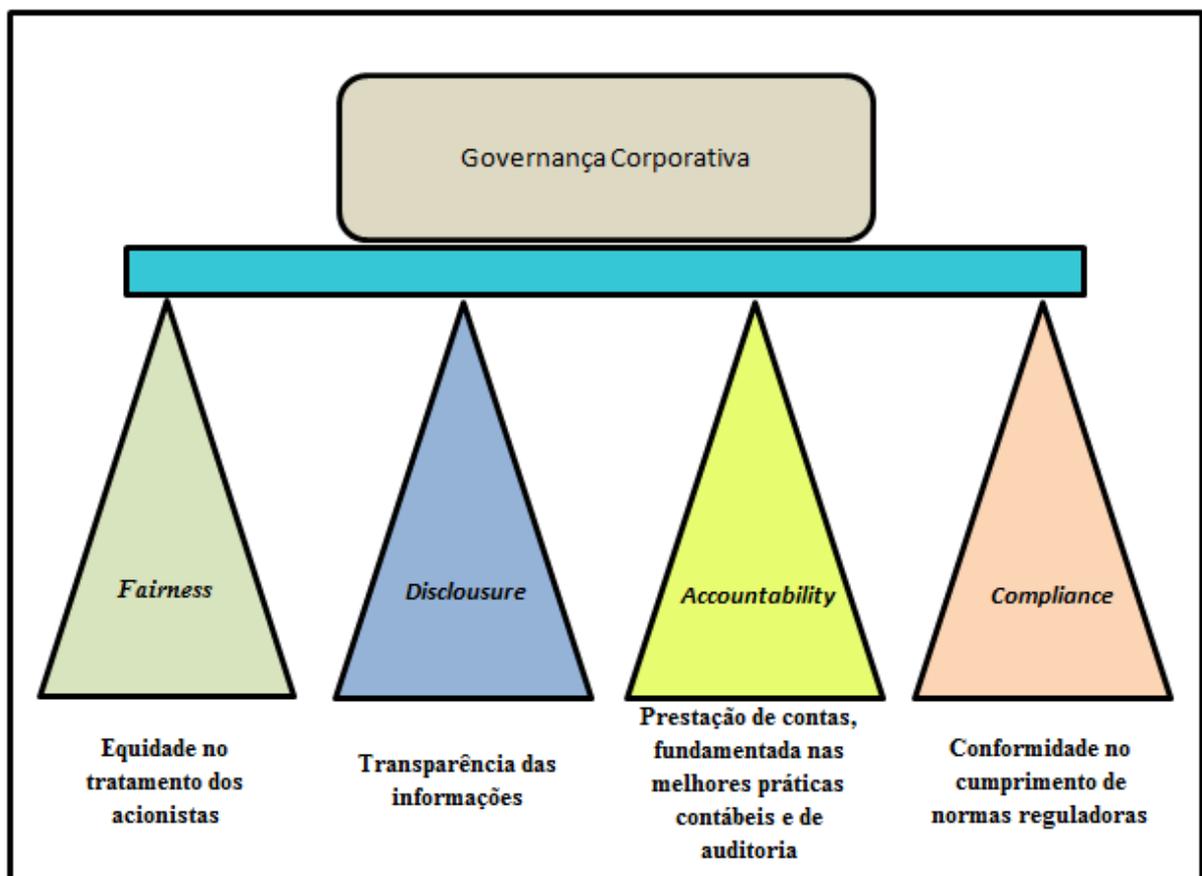


FIGURA 1 – Pilares da Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti (2007)

Alguns eventos históricos auxiliaram a expansão de tais conceitos no mundo corporativo, a exemplo do relatório de *Cadbury* em 1992 e das recomendações realizadas pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 1999.

O relatório de *Cadbury* apresentou práticas de governança corporativa recomendadas para as organizações do Reino Unido, visto que, até o início dos anos 90, os conselhos de administração das empresas não estavam atuando de forma aceitável. O relatório influenciou a alta gestão das empresas no país, servindo de base para posições semelhantes em outros países, como Canadá, Estados Unidos, França e Austrália. Esse documento fez com que os investidores institucionais se tornassem mais ativos nas empresas, promoveu o fortalecimento dos canais de comunicação entre acionistas, conselheiros e diretores executivos e aumentou o envolvimento do governo no mercado, com o conceito de autorregulamentação. (HASSARD; ROWLINSON, 1993; O'REGAN; GHOSHADIAN, 2009).

Em 1999, a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) divulgou o código de melhores práticas de governança corporativa que se tornou referência internacional, apresentando as seguintes orientações gerais: o enquadramento das empresas; os direitos dos *shareholders*; a igualdade de tratamento dos minoritários; os direitos de outros *stakeholders*; a divulgação transparente e responsável dos resultados e dos riscos das empresas; a responsabilidade dos conselhos de administração. (ANDRADE; ROSSETTI, 2007).

## 2.1. Governança corporativa no Brasil

As companhias estatais tiveram papel significativo para o desenvolvimento empresarial brasileiro, principalmente nos setores ligados à infraestrutura. No entanto, a partir dos anos 1980, iniciou-se o programa de privatização dessas organizações em decorrência da diminuição da capacidade de investimento delas frente às concorrentes do cenário internacional. Somado a este evento, encontra-se a estabilização da economia brasileira, a qual permitiu um maior avanço tanto no que se refere ao desenvolvimento da economia real, quanto na evolução do mercado de capitais. Tais eventos promoveram uma mudança considerável nas estruturas societárias das empresas brasileiras: passando o controle acionário concentrado, seja por órgãos governamentais ou por administrações familiares, para a expansão do controle, via compartilhamento do controle entre sócios nacionais e

estrangeiros e formação de alianças estratégicas entre grupos nacionais. (ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008).

A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), segundo Okimura (2003), praticamente inaugurou a era da Sociedade por Ações no Brasil, pois o Decreto-Lei anterior (nº 2.627/1940) foi voltado para empresas familiares da época sem conseguir democratizar e ampliar o acesso ao capital.

Em paralelo ao desenvolvimento da legislação societária, em 1995, foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em cumprimento da necessidade de criação de um órgão para supervisionar e controlar a qualidade da alta gestão das empresas, tendo como primeiro ato relevante a publicação, no ano de 1999, do código das melhores práticas de governança corporativa.

Em 2000, a BM&FBOVESPA efetuou a criação de três segmentações específicas (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), denominadas níveis de governança corporativa, fato que, segundo Silva, Carmona e Lagioia (2011), colaborou para a disseminação do assunto no País. Ainda de acordo com os autores:

Os níveis 1 e 2 de GC e o Novo Mercado, surgiram com o objetivo de melhorar o relacionamento entre as empresas e os investidores e impulsionar o mercado de capitais e a economia brasileira, além de reconhecer a importância da governança corporativa e destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas. (SILVA; CARMONA; LAGIOIA, 2011, p. 179).

A adesão à segmentação especial pelas empresas listadas na BMF&BOVESPA é feita de forma voluntária por meio de um contrato em que são estipuladas as exigências a serem cumpridas pela empresa. Cada nível de governança corporativa possui um regulamento com a descrição dos requisitos necessários para que a empresa possa ser classificada no respectivo segmento especial. (ALVES; RIBEIRO; MANTESE, 2007; SILVA; CARMONA; LAGIOIA 2011).

O QUADRO 1 destaca as principais características de cada nível de governança corporativa, conforme disposto no *site* da BMF&BOVESPA:

Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais, conforme legislação;</li> <li>• <i>Free float</i> de no mínimo 25% do capital;</li> <li>• Realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão de capital;</li> <li>• Conselho de Administração composto de no mínimo três membros, conforme legislação;</li> <li>• Publicação de relatórios mais completos;</li> <li>• Obrigatoriedade de reunião pública anual e calendário de eventos corporativos;</li> <li>• No caso de venda do controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o <i>tag along</i>, no mínimo de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador, conforme legislação;</li> <li>• Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico, conforme legislação;</li> <li>• Adesão à Câmara de Arbitragem de Mercado facultativa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigências do Regulamento do nível 1;</li> <li>• Ações preferenciais poderão dar direito a voto aos acionistas em situações críticas, conforme descrição no Regulamento do nível 2;</li> <li>• Conselho de Administração composto de no mínimo cinco membros, dos quais pelo menos 20% serão independentes com mandato unificado de até dois anos;</li> <li>• No caso de venda do controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o <i>tag along</i>, no mínimo de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador, conforme legislação (até 09/05/2011);</li> <li>• Obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento;</li> <li>• Adesão à Câmara de Arbitragem de Mercado obrigatória.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigências do Regulamento do nível 2;</li> <li>• Capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias;</li> <li>• No caso de venda do controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações o <i>tag along</i> de 100% do preço pago.</li> </ul>

#### QUADRO 1 – Características dos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&Bovespa

Fonte: BMF&BOVESPA (2011 a, b, c, d e f)

Cumprir destacar que, em 2010, a BMF&BOVESPA efetuou uma reforma nos regulamentos dos segmentos especiais de governança corporativa, incluindo exigências relativas aos seguintes tópicos, para todos os níveis: (1) Vedação à acumulação de cargos (Presidente do Conselho e Diretor Presidente ou principal executivo pela mesma pessoa – carência de três anos a partir da adesão); e (2) Divulgação adicional de informações (Política de Negociação de Valores Mobiliários e Código de

Conduta). No que se refere ao Novo Mercado e ao Nível 2, também foram efetivadas as seguintes exigências: (1) Vedação a disposições estatutárias (limitação de voto inferior a 5% do capital); e (2) Obrigação do Conselho de Administração em manifestar-se sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia.

Conforme comunicado às empresas, a bolsa de valores informou que a reforma nos regulamentos foi aprovada pelo Conselho de Administração da entidade e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo a organização, verificou-se a necessidade de revisar os níveis diferenciados de governança corporativa em função dos seguintes motivos: (1) Evolução do mercado e das companhias; (2) Pulverização do capital; (3) Crise financeira internacional; e (4) Evolução da regulamentação brasileira aplicável ao mercado de capitais. O processo da reforma iniciou-se em 2006 e, em 2008, foi criada uma Câmara Consultiva do Novo Mercado (CCNN) com membros externos à Bolsa para discutir temas e sugestões de companhias, investidores, advogados, entre outros. (BM&FBOVESPA, 2011d).

### 2.1.3 O caso do Banco Panamericano S.A.

As informações abaixo foram extraídas, em sua grande maioria, dos fatos relevantes informados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela administração do Banco Panamericano, combinando informações obtidas juntamente aos demonstrativos financeiros da organização.

De acordo com os dados disponíveis na área de relações institucionais do *site* do Banco, a organização foi formada a partir da aquisição da Real Sul S.A - Crédito e Financiamento, pelo grupo Silvio Santos, passando então à denominação de Baú Financeira S.A. No ano de 1990, a companhia recebeu autorização do Banco Central do Brasil (BCB) para operar como banco múltiplo, tendo, a partir dessa data, a razão social alterada para Banco Panamericano.

Embora a organização já atuasse como instituição financeira desde o ano de 1990, o Banco somente realizou abertura de capital no ano de 2007, tendo captado o volume de 679 milhões, por meio da operação de subscrição de ações na BM&FBOVESPA. Cumpre ressaltar que nessa mesma data a empresa realizou sua adesão ao Nível 1 de governança corporativa, comprometendo-se

voluntariamente a seguir o arcabouço de boas práticas de gestão estabelecidos às entidades aderentes a esse conceito.

Em 2009, segundo fato relevante informado a CVM, a administração do Banco Panamericano realizou menção acerca da negociação envolvendo a venda de parte de seu capital social à Caixa Participações S.A. (CAIXAPAR), a qual pagou aproximadamente R\$ 739 milhões por tal aquisição. A Caixa passou a deter 49% de participação no capital votante e 20% do não votante, resultando em 35% do capital social. Essa parceria, segundo ambas as partes, daria oportunidade para a Caixa realizar a oferta de crédito imobiliário junto ao segmento de baixa renda.

Em novembro de 2010, o Banco comunicou ao mercado financeiro o acordo firmado com o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), para obtenção de um empréstimo de R\$ 2,5 bilhões para cobrir baixas contábeis advindas de erros contábeis. A 'inconsistência contábil' consistiu, dentre outros fatores, na manutenção de registros de carteiras de créditos que já tinham sido vendidas para outras instituições financeiras, aparentando a existência de um patrimônio superior ao que de fato detinha. Um ponto a ser destacado nesse íterim é que os problemas nos saldos contábeis do Banco, não foram detectados por sua administração, e sim por auditoria realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB).

O QUADRO 2 evidencia, segundo as demonstrações financeiras de 2010 do Banco, os problemas contábeis constatados, bem como o impacto financeiro de tais baixas:

Descrição	Valor (em Bilhões de Reais)
<b>Inconsistências contábeis</b>	
Carteira de crédito insubsistente	(1,6)
Passivos não registrados de operações de cessão liquidadas/refinanciadas	(1,7)
Irregularidade na constituição de provisões para perdas de crédito e outras	(0,5)
<b>Total</b>	<b>(3,8)</b>
<b>Outros ajustes não relacionados a inconsistências</b>	
Ajustes de marcação a mercado	(0,3)
Outros ajustes	(0,2)
<b>Total</b>	<b>(0,5)</b>
<b>Total Geral</b>	<b>(4,3)</b>

**QUADRO 2 – 'Inconsistências Contábeis' apresentadas pelo Banco Panamericano em 2010**

Fonte: Adaptado de Banco Panamericano (2010).

Cabe mencionar que, muito embora o Panamericano tenha realizado evidenciação formalizada junto à CVM, no que se refere ao problema detectado pelo Banco Central do Brasil (BCB),

não se pôde, com base em tais informativos, bem como nas demonstrações financeiras analisadas, verificar de maneira assertiva o que aconteceu com os números da companhia, constatando-se, dessa forma, uma falta de abertura clara aos acionistas minoritários em relação às práticas contábeis adotadas pela instituição ao longos dos últimos anos. Ressalta-se ainda que a empresa tivesse seus demonstrativos financeiros auditados nos últimos anos pela empresa Deloitte, tal como sofreu diligência contábil executada pela KPMG, durante a tramitação das negociações a serem realizadas com a CAIXAPAR, procedimentos esses que não foram suficientes para detectar tais irregularidades ou, se detectaram, não os expressaram em seus pareceres.

### 3 METODOLOGIA

No que se refere ao método de pesquisa adotado neste estudo, optou-se por uma abordagem qualitativa. Escolheu-se esse método em função da necessidade de se averiguar se o Banco Panamericano atendia às exigências necessárias para ser classificado no Nível 1 de governança corporativa da BMF&Bovespa.

Com relação à tipologia de pesquisa empregada na condução deste estudo, verificou-se a necessidade da utilização primordial da pesquisa exploratória, dado que não foram localizados materiais similares, envolvendo a análise contextual do evento ocorrido com a entidade foco deste trabalho.

A amostra documental foi formada com dados do período de 2007 a junho de 2011, considerando que a abertura de capital do Banco foi realizada em novembro de 2007 e a inconsistência contábil, divulgada no final de 2010.

Visando a consecução desta pesquisa, foi desenvolvido um instrumento para análise dos dados, confeccionado sob a égide dos itens requeridos no Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa – Nível 1, da BM&F Bovespa, vigente em novembro de 2010, dado que nessa ocasião veio a público as irregularidades praticadas pelo Panamericano.

O QUADRO 3 exibe os campos analisados em relação às determinações exigidas pelo regulamento, comparadas aos documentos apresentados pela instituição financeira:

Item	Verificação	Observação
Campo para explicação dos itens requeridos pelo Regulamento da BMF&Bovespa	Campo para designação das informações analisadas	Constatações acerca da análise documental

### QUADRO 3 – Instrumento para análise dos dados

Fonte: Dos autores.

Para interpretação dos dados coletados, foi utilizada a análise de conteúdo, que é um conjunto de técnicas de análise das comunicações que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens. O objetivo desta análise é a manipulação de mensagens (conteúdo e expressão desse conteúdo) para evidenciar os indicadores que permitam inferir sobre outra realidade que não a da mensagem. A utilização da análise de conteúdo é dividida em três fases fundamentais: (i) a pré-análise – momento em que é estabelecido um esquema de trabalho com procedimentos bem definidos; (ii) a exploração do material – consiste na realização das decisões tomadas na fase anterior; (iii) o tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação – momento em que os resultados são tratados de maneira a serem significativos e válidos (BARDIN, 2004). Os resultados foram analisados e organizados em informações e um quadro e são apresentados a seguir.

## 4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As análises efetuadas conforme cada exigência requerida pelo Regulamento estão apresentadas no QUADRO 4, tal como a sua respectiva correspondência em relação aos documentos apresentados pelo Banco Panamericano à BM&FBOVESPA, em virtude de sua adesão ao Nível 1 de governança corporativa.

Item	Verificação	Observação
3.1 (i) - Exige a assinatura do "Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa nível 1" entre a empresa e a BMF&Bovespa.	O contrato não está disponível para consulta nos sites pesquisados.	A disponibilização deste documento poderia demonstrar maior transparência e credibilidade aos seus investidores. Tal como, a bolsa poderia ter imposto algum tipo de penalidade as empresas com esse déficit.
3.1 (x) - Exige que a empresa não tenha partes beneficiárias (títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social).	Este item está previsto no estatuto social do Banco.	O Regulamento vigente até 09/05/2011 não previa nenhuma alteração do estatuto social da Companhia para atendimento a essa exigência.
3.1 (xi) - Exige que os novos Administradores eleitos subscrevam o Termo de Anuência dos Administradores, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura desse documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BMF&Bovespa, exceto se a referida obrigação de subscrever o Termo estiver prevista no estatuto da Companhia.	O Banco atendeu essa exigência. Este item está previsto no estatuto social da Companhia.	Não aplicável para esse item.
3.1 (xii) - Exige que o Comprador, em caso de alienação de controle da Companhia, subscreva o Termo de Anuência dos Controladores, sendo que enquanto o Comprador não subscrever o referido termo: (a) o acionista controlador alienante não transferirá a propriedade de suas ações; (b) a Companhia não registrará qualquer transferência de ações para o Comprador, devendo uma cópia desse termo ser imediatamente enviada à BMF&Bovespa.	Esta exigência está prevista no estatuto social do Banco, conforme Artigo 50, parágrafo 2º, "O(s) acionista (s) Controlador (es) alienante (s) não poderá (ão) transferir a propriedade de suas ações, enquanto o Acionista Adquirente não subscrever o Termo de Anuência dos Controladores a que alude o Regulamento de Listagem do nível 1." No entanto, esse documento não foi encontrado.	A disponibilização deste documento poderia demonstrar maior transparência e credibilidade aos seus investidores.
4.1 - Exige que as demonstrações financeiras trimestrais e de cada exercício social incluam a Demonstração de Fluxo de Caixa, sendo que, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), a referida demonstração deve ser incluída em notas explicativas.	Foi apresentada a Demonstração de Fluxo de Caixa nas informações trimestrais e de cada exercício. A Demonstração de Fluxo de Caixa, a partir do exercício de 2008, não foi incluída nas notas explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), pois com a Lei nº 11.638/2007, essa informação passou a ser obrigatória nas demonstrações financeiras, substituindo a obrigatoriedade da apresentação da Demonstração da Origem e Aplicação de Recursos (DOAR).	O Regulamento não sofreu alteração mesmo com a promulgação da Lei nº 11.638/2007 que teve como principal objetivo atualizar as regras contábeis brasileiras e harmonizá-las com os pronunciamentos internacionais.
4.2 (i) - As informações trimestrais devem apresentar o Balanço Patrimonial Consolidado, a Demonstração do Resultado Consolidado e o Comentário do Desempenho Consolidado, se a empresa estiver obrigada a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.

Continua

Item	Verificação	Observação
4.2 (ii) - Informar a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social da empresa, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.	A posição acionária foi apresentada pelo Banco, exceto no primeiro trimestre de 2011. As informações apresentadas não detalharam a posição acionária até o nível de pessoa física das empresas sediadas no exterior detentoras de mais de 5% das ações preferenciais, pois foi alegado que o Banco não tinha acesso à essas informações.	O Banco Panamericano informou que a posição acionária do primeiro trimestre de 2011 não foi divulgada devido à transição no grupo de controle da Companhia, com a entrada do Banco BTG Pactual S.A. em lugar da Silvio Santos Participações S.A. e BF Utilidades Domésticas Ltda.
4.2 (iii) - Informar de forma consolidada a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da empresa de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de Acionista Controlador, Administradores e membros do Conselho Fiscal.	O Banco apresentou a informação no período analisado, exceto no segundo trimestre de 2011, em que foi apresentado apenas a quantidade e as características dos valores mobiliários em que os grupos de Acionista Controlador são titulares.	Não foi justificado o motivo pelo qual a informação não foi apresentada por completo.
4.2 (iv) - Informar a evolução da participação das pessoas abrangidas no item acima, em relação aos respectivos valores mobiliários, nos doze meses anteriores.	Essa informação foi apresentada no segundo e terceiro trimestre de 2009 e no primeiro, segundo e terceiro trimestre de 2010.	Não foi justificado o motivo pelo qual a informação não foi apresentada por completo.
4.2 (v) - Incluir em notas explicativas a Demonstração de Fluxo de Caixa.	Este demonstrativo foi apresentado em notas explicativas nas informações trimestrais até o terceiro trimestre de 2008. A partir do primeiro trimestre de 2009, o demonstrativo passou a ser apresentado nas demonstrações financeiras.	Não aplicável para esse item.
4.2 (vi) - Informar a quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas.	O Banco apresentou a informação no período analisado, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
4.2.1 - Os itens 4.2 (ii), (iii), (iv) e (vi) devem ser apresentados no quadro "Outras Informações que a Companhia entenda relevantes".	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
4.2.2 - A apresentação das informações previstas no item 4.2 (i) deverá ser iniciada, no máximo, seis meses após a assinatura do "Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa nível 1".	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
4.2.3 - As informações trimestrais devem ser acompanhadas de "Relatório de Revisão Especial" emitido por Auditor Independente devidamente registrado na CVM.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções. Importante destacar que os relatórios até o último trimestre de 2010 não apresentaram ressalvas do Auditor Independente (Deloitte Touche Tohmatsu). A partir do primeiro trimestre de 2011, o Auditor Independente (Pricewaterhouse Coopers) ressaltou o relatório. Os documentos disponibilizados para consulta no sistema estão sem a assinatura dos referidos Auditores.	Não aplicável para esse item.

Item	Verificação	Observação
4.3 - Os itens 4.2 (iii) e (iv) devem ser incluídas nas Informações Anuais (IAN) da empresa no quadro "Outras Informações que a Companhia entenda relevantes".	As exigências foram atendidas no exercício de 2008. Com a Instrução CVM nº 480/2009, o formulário IAN foi substituído pelo "Formulário de Referência".	O Regulamento não sofreu alteração mesmo com a Instrução CVM nº 480/2009 que apresentou a substituição do formulário IAN pelo "Formulário de Referência".
4.4 - A Companhia e os administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
4.5 - Divulgar o calendário anual de eventos da Companhia.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
4.6 - Divulgar informações de todo e qualquer contrato celebrado com empresas controladas e coligadas, seus administradores, Acionista Controlador, assim como outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou direito, valor igual ou superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% sobre o patrimônio líquido da empresa, considerando aquele que for maior.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
5.1 - Exige a dispersão acionária em distribuição pública de ações previstos no prospecto, considerando a garantia de acesso de todos os investidores interessados ou a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
5.2 - Os prospectos relativos às distribuições públicas feitas pela Companhia deverão apresentar requisitos mínimos, conforme itens (i) ao (xv) do Regulamento.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
5.3 - Manutenção do percentual mínimo (25%) de ações em circulação ( <i>free float</i> ) após aumento de capital.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.
6.1 - O Acionista Controlador fica obrigado a comunicar à BMF&Bovespa a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que seja titular direta ou indiretamente, inclusive seus derivativos. Tal comunicação deverá ser feita imediatamente após a aquisição do Poder de Controle.	O Banco atendeu essa exigência, sem exceções.	Não aplicável para esse item.

#### Quadro 4 – Análise dos documentos

Fonte: Dos autores.

Em uma análise acerca de itens adicionais, foi verificado que o prospecto da oferta pública de distribuição de ações primárias apresentou a informação de que o banco efetuou adaptação de seu estatuto social com as práticas adicionais do regulamento do nível 2, visto que a intenção da empresa era a de migrar para esse segmento, após a conclusão da oferta e da obtenção das autorizações regulatórias exigíveis. A adaptação do estatuto social foi realizada, porém, conforme informações advindas do mesmo prospecto. A BMF&BOVESPA ainda não realizou a análise de tais adequações. A reforma dos regulamentos dos níveis diferenciados de governança corporativa, ocorrida em maio de 2011, exige que os estatutos sociais das empresas listadas sejam modificados de acordo com os requisitos previstos. É importante afirmar que o regulamento do nível 1, antes da reforma, não exigia nenhuma adaptação do estatuto social das companhias.

Verificou-se também que o conselho de administração, conforme estatuto social do Panamericano, deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, sendo que 20% destes devem ser conselheiros independentes, tendo como prazo do mandato o período de três anos. Conforme análise das atas disponibilizadas nos *sites* da bolsa de valores e da CVM, a cláusula prevista no estatuto foi respeitada, atendendo assim aos requisitos do Nível 2 de governança corporativa, com exceção do prazo máximo de mandato que seria de dois anos.

Dessa maneira, com base na documentação averiguada comparativamente aos requisitos pré-determinados aplicáveis às empresas aderentes ao Nível 1 de governança corporativa, pode-se afirmar que o Banco Panamericano atendia à grande parte das exigências para ser considerado membro participante de tal segmento, no entanto, um documento primordial para checagem de tal situação não foi encontrado, qual seja: o contrato entre a instituição financeira e a BM&FBOVESPA, item fundamental para avaliação das obrigações e direitos entre ambas as partes.

Cabe mencionar que, apesar da abertura realizada pelo Panamericano quanto aos acontecimentos de 2010, não se pôde com precisão verificar o que de fato ocorreu com as políticas contábeis do Banco, tal como tais eventos são totalmente contrários aos conceitos das boas práticas de gestão, uma vez que, no mínimo, dois pilares essenciais para a sustentação da governança corporativa foram altamente impactados, quais sejam: *disclosure* e *accountability*.

*Disclosure*, porque não foram notados grandes esforços por parte da administração da empresa em evidenciar de maneira transparente os fatos. E *accountability*, porque um problema de tamanha ordem não poderia passar de maneira despercebida por uma organização que prezasse de fato pela execução da técnica contábil sob a melhor perspectiva. Destaca-se ainda nesse campo o papel dos auditores independentes, os quais não foram capazes de reportarem tais irregularidades, seja por incapacidade técnica ou por quaisquer outras justificativas.

Compete destacar a demora na atualização do regulamento pertinente ao assunto por parte da BM&F Bovespa, mesmo após as mudanças promovidas pela Instrução CVM nº 480/09, demonstrando indícios de falhas no processo de autorregulação e fragilidade na atividade como um todo.

## CONCLUSÃO

A pesquisa efetuada demonstrou que o Panamericano atendeu à maioria das exigências requeridas aos participantes do Nível 1 de governança corporativa da BMF&BOVESPA. No entanto, observou-se que alguns documentos importantes exigidos pelo regulamento não estão à disposição do público, tornando assim a transparência acerca dos fatos questionável. Cumpre destacar que as regras exigidas quanto às prestações de contas (*Accountability*) no que confere às práticas adotadas pelas organizações podem ser consideradas superficiais, permitindo uma margem muito ampla para que as companhias se beneficiem com a certificação da adesão a um nível diferenciado de boas práticas, o qual não reflita de maneira efetiva o real cumprimento dessas recomendações.

Com base nas constatações deste estudo, cabe levantar a seguinte discussão: ou as exigências estabelecidas pela bolsa relacionadas à possibilidade de uma empresa ser aceita em um nível diferenciado, no qual se espera que o investidor possa ter maior confiabilidade, estão demasiadamente fracas, ou não se pode atribuir aos participantes do mercado de capitais atividade dessa importância. Compete para ambos os casos a tomada de medidas coercitivas

que visem mitigar a quantidade de problemas de práticas de gestão em empresas de capital aberto aderentes aos níveis de governança.

Nesse contexto, sugere-se o desenvolvimento de novos estudos contemplando aspectos como a efetiva regulação e averiguação da adoção de boas práticas de gestão pelas empresas que voluntariamente aderem aos níveis de governança corporativa, tais como: quais as penalidades imputadas a empresas que adotem as práticas de governança, mas que não as cumpram, bem como se compete efetivamente à BM&F Bovespa o atual papel acerca das adesões e dos cumprimentos dos conceitos de GC, uma vez que esta não possui autonomia para impor sanções ou punições a tais empresas.

## REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. **Journal of Industrial Economics**, Oxford, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.

\_\_\_\_\_. Corporate management behavior and property rights. In: MANNE, H. (Ed.). **Economic Policies and the Regulation of Securities**. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1968.

\_\_\_\_\_; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, Nashville, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. S.; MANTESE, F. A. O. Governança corporativa e o desempenho das ações de empresas do setor elétrico. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 10., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2007. 1 CD-ROM.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2007.

BANCO PANAMERICANO. **Relações com investidores**. 2011. Disponível em: <<http://www.panamericano.com.br/site/content/ri1/Default.aspx>>. Acesso em: 4 set. 2011.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2004.

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

- BMF&BOVESPA. **Regulamento Nível I:** até 09/05/11. 2011a. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1\\_09052011.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1_09052011.pdf)>.  
Acesso em: 29 ago. 2011.
- BMF&BOVESPA. **Regulamento Nível I:** a partir de 10/05/11. 2011b. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 29 ago. 2011.
- BMF&BOVESPA. **Regulamento Nível II:** até 09/05/11. 2011c. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2\\_09052011.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2_09052011.pdf)>.  
Acesso em: 29 ago. 2011.
- BMF&BOVESPA. **Regulamento Nível II:** a partir de 10/05/11. 2011d. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 29 ago. 2011.
- BMF&BOVESPA. **Regulamento Novo Mercado:** até 09/05/11. 2011e. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado\\_09051011.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado_09051011.pdf)>.  
Acesso em: 29 ago. 2011.
- BMF&BOVESPA. **Regulamento Novo Mercado:** a partir de 10/05/11. 2011f. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 29 ago. 2011.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Relatório Coppead**, Rio de Janeiro, n. 358, 2003.
- COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- HASSARD, J.; ROWLINSON, M. The invention of corporate culture: a history of the histories of cadbury. **Human Relations**, London, v. 46, n. 3, p. 299-326, Mar. 1993. Disponível em:  
<<http://search.proquest.com/docview/231460765?accountid=34586>>. Acesso em: 29 ago. 2011.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, p. 305-360, out. 1976.
- KLEIN, W. A. **Legal and economic perspectives on the firm:** unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.
- LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade

das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 20, n. 1/2, p. 293-315, 1988.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valore desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

\_\_\_\_\_; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, Rio de Janeiro, v. 1, p. 119-135, 2007.

O'REGAN, N.; GHOBADIAN, A. Successful strategic re-orientation: lessons from cadbury's experience. **Journal of Strategy and Management**, Bingley, v. 2, n. 4, p. 405-412, 2009.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

SAITO, R. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, p. 77-111, 2003.

\_\_\_\_\_; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE: Revista de Administração de Empresas - FGV**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 9, 1998.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M.; LAGIOIA, U. C. T. A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada no mercado brasileiro de ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 13, n. 39, p. 175-192, abr./jun. 2011.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006.

\_\_\_\_\_ et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras.

**Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SIRQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de portfólios**: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. 2007. 113 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção)-Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

VALADARES, S.; LEAL, R. P. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, Santiago, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and hierarchies**: analysis and antitrust implications. New York: The Free Press, 1975.