

Case Studies of Good Corporate Governance Practices

Companies Circle of the
Latin American Corporate
Governance Roundtable

Versión en Español incluida
Versão em Português incluída

2nd Edition



Global Corporate
Governance Forum

Copyright © 2006 International Finance Corporation
2121 Pennsylvania Ave. NW, Washington, DC 20433
United States of America

A Member of the World Bank Group

The findings, interpretations and conclusions expressed in this publication should not be attributed in any manner to the International Finance Corporation (IFC), Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) and their affiliated organizations, or members of their Boards of Directors or the countries they represent. IFC and OECD do not guarantee the accuracy of the data included in this publication and accept no responsibility for any consequences of their use. The information on companies, prepared by the members of the Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Roundtable, reflects such companies' own management's and the board of directors' view of the motivations, challenges, solutions and rewards for devising and putting in place better governance rules and practices.

The material in this work is protected by copyright. Copying and/or transmitting portions or all of this work may be a violation of applicable law. IFC and OECD encourage dissemination of this publication and hereby grant permission to the user of this work to copy portions of it for the user's personal, noncommercial use, without any right to resell, redistribute, or create derivative works here from. Any other copying or use of this work requires the express written permission of IFC.

Case Studies of Good Corporate Governance Practices

Companies Circle of the Latin American
Corporate Governance Roundtable

2nd Edition

International Finance Corporation (IFC)

The International Finance Corporation (IFC) is part of the World Bank Group and was established in 1956 to encourage private sector-led growth in developing countries. It does this by financing private sector projects, helping companies mobilize financing in international markets, and providing advisory services and technical assistance to companies and governments. IFC's practical experience with structuring investments, appraising potential investees and nominating corporate directors allows it to put corporate governance principles into action. IFC's focus on good corporate governance practices in client companies helps it both to manage risk and to add value to firms in emerging markets.

Organisation of Economic Co-operation and Development (OECD)

The Organisation of Economic Co-operation and Development (OECD) is a unique forum where the governments of 30 democracies work together to address the economic, social and environmental challenges of globalisation, in close co-operation with many other economies. One of these challenges is corporate governance, a topic on which the OECD has developed internationally agreed Principles of Corporate Governance, which have served as a basis for regional policy dialogue programmes throughout the world. The Latin American Roundtable on Corporate Governance, which meets annually, is one such initiative, organized by the OECD in partnership with the IFC/World Bank Group and with the support of the Global Corporate Governance Forum. In this way, the OECD provides a setting where governments and other stakeholders can compare experience, seek answers to common problems, identify good practice and work to co-ordinate domestic and international policies.

Global Corporate Governance Forum (GCGF)

Co-founded by the World Bank Group and the Organisation for Economic Co-operation and Development, the Global Corporate Governance Forum (GCGF) is an advocate, a supporter, and a disseminator of high standards and practices of corporate governance in developing countries and transition economies. Through its activities, the Forum actively supports regional and local initiatives that address corporate governance by leveraging institutional support for reforms and initiatives that build local capacity and by making available technical and advisory assistance drawn from its wide network of international and private sector expertise. The Forum's donors include the International Finance Corporation, and the governments of Canada, France, Luxembourg, Norway, Sweden and Switzerland.

Contents

Introduction

Atlas Eléctrica 1

Buenaventura 8

Cementos Argos 14

Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) 18

CPFL Energia 24

Embraer 30

Ferreyros 38

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) 44

Marcopolo 50

Natura 58

NET 64

Suzano 70

Ultrapar 78

Versión en Español 85

Versão em Português 181

Introduction

This second fully revised edition of “Case Studies of Good Corporate Governance Practices” presents the experiences of a set of leading companies in Latin America in reforming and improving how their firms are governed, and the results these changes have achieved. The descriptions of the corporate governance improvements carried out at these companies were prepared with the direct support of the eight founding members of the *Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, as well as five new members who joined the Circle in 2006. Each chapter’s contents reflect the views of one company’s management and directors of the motivations, challenges, solutions and rewards for devising and putting in place better governance rules and practices.

Informing all these accounts is a depth and diversity of experience not in the theory of corporate governance, but rather in the *practical application* of the goals of transparency and disclosure, accountability, respect for the rights of shareholders and equitable treatment of all stakeholders laid out in the *OECD Principles of Corporate Governance* and reflected in the recommendations of the Roundtable’s *White Paper on Corporate Governance in Latin America*.

The cases included herein are presented under the responsibility of the respective members of the Circle. They speak for themselves. The impetus to begin to undertake changes for some firms involved mainly internal considerations – to reconcile potentially divergent family or shareholder group interests, or to provide better incentives to managers, for example. Financial market considerations – the desire to attract new investors or access new sources of outside capital – provided the principal motivation for other firms. However, when the varied experiences of the companies are considered together it is hard for the reader not to draw at least a few general conclusions:

- While the principles of good governance may be fundamentally the same for all companies, there is great scope for creativity and innovation in applying such principles to the specific circumstances facing individual firms. — THE CHALLENGE OF IMPLEMENTATION IS FOR EACH COMPANY TO FIND THE PATH AND SOLUTIONS THAT FIT ITS CIRCUMSTANCES;
- The commitment of managers and controlling shareholders is a *sine qua non* of any sustained program of improvement in a company’s governance. — THE FIRM MUST HAVE STRONG INTERNAL CORPORATE GOVERNANCE CHAMPIONS;
- To be fully successful, a corporate governance program must effectively communicate to stakeholders the unshakeable commitment of the firm, its management and controllers to the goals of corporate governance. — MARKET CREDIBILITY IS ESSENTIAL;

- The rewards of initial, narrowly-focused efforts can generate sustainable momentum for more comprehensive efforts and a virtuous circle of adoption of better practices. — GOOD CORPORATE GOVERNANCE IS A JOURNEY, NOT A DESTINATION; and
- The experiences of Companies Circle members demonstrate the contribution good governance can make to operational performance and access to / cost of capital. — IMPROVING GOVERNANCE YIELDS POSITIVE REAL RETURNS.

The chapters relating to the experiences of the founding members of the Companies Circle (Buenaventura, Cementos Argos, CCR, CPFL Energia, Natura, NET, Suzano and Ultrapar) have been expanded and fully updated for this second edition. Earlier English language versions of the chapters covering the Circle's newest members (Atlas Eléctrica, Embraer, Ferreyros, ISA and Marcopolo) were prepared for and distributed at the Seventh Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, held in Buenos Aires in June 2006. All versions of the cases, and the other public documents of the Companies Circle, are available through the websites of the OECD Corporate Affairs Division (www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables) and the IFC/World Bank Corporate Governance Department (www.ifc.org/corporategovernance).

As in the case of the first edition, the objective of the Companies Circle in publishing this book is to share with the broader community of Latin American firms practical solutions to the corporate governance challenges facing companies in the region. We thank the members for their contribution to the Roundtable, and commend them for their work to demonstrate the business case for corporate governance to companies throughout Latin America and beyond.

On behalf of the Roundtable, we would like to express our gratitude to the executives and staff of each of the members of the Companies Circle who contributed in the preparation of the cases presented in this book. And, on behalf of the Companies Circle and ourselves, we would also like to express our collective thanks to Ms. Sandra Guerra, who has served with dedication and professionalism as coordinator of the Circle since its inception.

We look forward to continuing to work with the Companies Circle as it engages in further efforts to identify and promote good company practices for implementing better corporate governance in Latin America.

Mike Lubrano

Head, Investor & Corporate Practice
Corporate Governance Department
International Finance Corporation

Daniel Blume

Principal Administrator
Corporate Affairs Division
Organisation for Economic
Co-operation and Development



Atlas Eléctrica

Atlas Eléctrica (Atlas) was founded in a small shack in 1961 and, by 1976, grew to be the first listed company to issue shares on Costa Rica's stock exchange, the Bolsa Nacional de Valores (BNV). The founders of the company knew that this new listing opportunity would allow them to fund and help sustain Atlas's growth potential. This still holds true today. Market capitalization of Atlas at the end of September 2005 was US\$ 17.2 million down 11.8% from US\$ 19.5 million as of 30 September 2004.

Atlas Eléctrica S.A. is the holding company of a manufacturing enterprise based in Costa Rica with sales subsidiaries in Central America and the Dominican Republic. Atlas currently produces household refrigerators and stoves under its own brand names of Atlas and Cetron. The company also manufactures on behalf of other private brands, such as Sunbeam and Nedoca, and previously manufactured under the brand names White Westinghouse, Kelvinator, Frigidaire and Blue Point.

Atlas's sales in Central America, Mexico, United States, Jamaica, Puerto Rico and other Caribbean islands will yield estimated combined total annual revenue for fiscal year 2006 of US\$ 100 million. Atlas is the main player in the Central American region with over 50% market share, competing head to head with products from Asia and the Americas. Recently, Atlas had several product models that were certified according to US and Canadian standards. This has opened up export market potential for Atlas, on which it hopes to capitalize in the next few years, especially in light of recently concluded free trade agreements in the region. Export market expansion is part of the company's strategic growth plan and already accounts for the bulk of the company's 28.5% sales increase in 2005, compared to the previous year.

The main attributes that have allowed the company to succeed have been:

- Years nurturing a brand image based on quality and excellent post-consumer service; and
- Creating value-products with tasteful designs accessible to the pocketbooks of the targeted clients.

Atlas's current ownership structure is presented in the table below.

Groups	Number of shares as of 31 January 2006	% shares
AB Electrolux	90,874,767	18.9%
Toka, S.A. & related	72,299,210	15.1%
Ganecogorta S.A. & related	57,138,090	11.9%
Mejoma, S.A. & related	46,927,928	9.8%
Subtotal	267,239,995	55.7%
Shareholders holding under 10% but above 2% of shares	128,566,101	26.8%
Shareholders holding under 2% of shares	84,018,162	17.5%
TOTAL	479,824,258	100.00%

Atlas has 1,432 employees as of August 2006.

Atlas's share price was Costa Rican Colones 18.28 on 30 September 2004 but fell to Costa Rican Colones 17.50 as of 30 September 2005. The company's shares are included in the BNV stock index.

It should be noted that the original founders currently do not have control of the company. Also, there are no institutional investor shareholders, and the free float of shares is 3.9%. No one group holds control of the company. Control is established by the concurrence of several groups at the Annual General Meetings, and decisions are made by the majority of votes present at the Meeting. Minority shareholders of the company are not provided with tag-along rights. However, local regulation does establish an obligation for a public offer, if a certain threshold percentage of shares are sought to be purchased. In such applicable cases, all shareholders will then have access to a uniform offer price per share.

Responsibilities of the Board and Management

Since the mid 1980s, the Board of Directors has seen the benefits of having independent directors, including their fresh ideas and new approaches to the company. Of the current seven Board members, four are independent. The Chairman of the Board does not have any CEO responsibilities. His only means of influencing management are through the Compensation and the Audit committees and at the monthly Board meetings where financial results, budgets and strategy are analyzed and approved. Key senior managers are chosen based on professional and merit criteria.

Remuneration of the Board members is approved by the Board itself with the aim to be within reasonable limits when compared to other companies' compensation practices. There is remuneration paid for attending each Board meeting, normally held once per month. The executive compensation is fixed taking into consideration comparative market information, reviewed and approved by the Compensation Committee of the Board. Approximately 20% of the senior managers' total compen-

sation is linked to performance. To date, no stock options are granted to senior managers or Board members. The up-coming annual report will disclose the total amount distributed to directors and managers on an aggregate basis.

Atlas has two Board committees:

- Audit Committee with 4 members—3 directors (one inside and two external directors—none being the Chairman of the Board) and a Fiscal Board member. A representative of the external auditors, a representative of the internal auditor and the CEO also are invited to attend Audit Committee meetings; and
- Compensation Committee composed of 2 directors (one inside and one external member—neither being the Chairman of the Board).

The Costa Rican Controversy over Company Board Regulation

In 2004, new rulings were issued by the Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), which is the supervisory body of financial institutions in Costa Rica. The rulings were designed to regulate the actions of audit firms and establish mandatory guidelines of corporate governance, in light of a securities scandal in the country and as an overflow of the grave financial scandals in the United States. One of the CONASSIF rulings called for the mandatory creation of Audit Committees on companies' Boards of Directors. Such an Audit Committee already existed in Atlas, but among its required tasks under the CONASSIF rulings was to review and approve the quarterly and annual financial results before subjecting them for review and final approval by the Board.

One of the first tasks by this newly structured Audit Committee was to approve the hiring of an independent firm to help management put in place a stronger internal control environment. Pursuant to this, a project with this objective was initiated and sponsored by the CEO. The project's management was delegated to an outside firm, Deloitte Touche Tohmatsu, and the company's CFO.¹ The end purpose of this project was to give additional assurances to the Chairman of the Board and the CEO that the financial information that goes out to the general public is free of material omissions and that a strong internal controls system is in place. Both of them want to be able to personally attest to that.

The CONASSIF rulings left many listed companies unhappy over the way this recent regulatory action was carried out. The process of developing and adopting these

¹ At this moment, Atlas is making significant efforts to draft and disseminate numerous control policies and procedures throughout the company. The methodology being used in this effort is the model used in the International Organization for Standardization (ISO) 9000 certifications. ISO sets standards for quality management and assurance, and the company has already been certified in the production, selling and distribution processes, and now the same methodology (though not the certification) is being used for the company's adoption of good corporate governance procedures.

regulatory rulings ensued without full consultation with the private sector. The result of this is that some articles promulgated under Costa Rican regulations are even harsher than the Sarbanes-Oxley Act in the United States. Naturally, the private sector reacted. Some companies immediately filed a suit, alleging jurisdictional and privacy violations. Others decided it was time to de-list. The Board members of Atlas believed that a fair settlement would come out of the court rulings, and the benefits of staying listed in the BNV outweigh any temporary inconveniences. Currently, some of the issued CONASSIF rulings are suspended by the Constitutional Court, and the case is still pending a final resolution. Some of those suspended rulings related to the Audit Committee. The Atlas Board of Directors deemed it desirable to comply with the new formal requirements for the Audit Committee anyway, and have it function as though the rulings were still in place, despite their suspension.

Transparency is of the highest value to Atlas, and its practices are consistent with this value. Every quarter the company must file its financial information, which is compiled according to International Financial Reporting Standards (IFRS). Once filed, Atlas's financial information is placed in the public domain via the web page of the Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). The year-end audited financial information is also posted on the same network.

Financial statements of Atlas are audited by the external audit firm KPMG Peat Marwick. The external auditors are accountable to the Audit Committee of the Board. Also, once a year, with quarterly updates, an external company qualifies Atlas from a risk perspective. The company's chief of internal audit reports directly to the Audit Committee.

Another Atlas initiative to highlight transparency has been the Board's policy that all key personnel of the company as well as the members of the Board of Directors, on an annual basis, have to sign and certify that they have read and understood the Code of Ethics of the company. This Code addresses topics like legal compliance, conflicts of interest and use of confidential information. At the current moment, a new version of the Code of Ethics is being reviewed and scheduled for implementation later this year.

Overall, the responsibility to oversee corporate governance practices and undertake any improvements at Atlas lay with the CEO and CFO.

The "Golden Cage" Effect of the Marketplace

Because of the limited number of companies whose shares have been issued in the BNV, the market has not had adequate liquidity, and this has in some way affected the share price of the majority of companies in the Costa Rican market. The main shareholders of these companies do not on a regular basis make important transactions on the market. This hampers the stock exchange's ability to convey the "true" price of listed companies, negatively affecting the companies' market capitalization value.

The above creates a downward spiral. It starts by deterring institutional investors and the general public from investing in the local equity market, which creates a smaller number of BNV participants and decreases demand, thus lowering the price of the listed shares. Ultimately, this has created what has been called a “Golden Cage” effect. The large shareholders, who are not active in the market, are sitting on net worth that is, by financial analysts’ predictions, much higher than the “market price” of the small quantity of stocks being transacted through the local stock exchange. In the absence of other active buyers, however, the holders of smaller equity stakes will have to sell at whatever price they can get in an illiquid market. In short, these artificially lower prices hurt mainly the small investors. This is the case of Atlas’s shares, where the small quantities of shares are sold as much as 25% below book value.

An alternative to creating liquidity would exist if the companies could buy-back shares in the market, but they have not been able to do so because of rulings created by SUGEVAL severely limiting that possibility. Thus far, SUGEVAL has refused to repeal its controversial rulings, claiming that moving away from those rulings could subject the companies to investigations for trying to manipulate the equity market. Even though the Cámara de Emisores (the Chamber of Listed Companies) has tried to negotiate modifications to those rulings for the past four years, it has been an uphill battle to no avail.

Both the CONASSIF and SUGEVAL rulings and the way changes to these regulations were made without constructive negotiations with the listed companies, shed light on the local market credibility issues. These issues have damaged communications and relations among the two sectors, namely the regulatory sector and the private sector (listed companies). Because of this reality, the BNV with the help of some listed companies, among them Atlas, has started three initiatives. The first is to develop and adhere to voluntary corporate governance guidelines (comply-or-explain), similar to the ones in use in the United Kingdom and Hong Kong. If successful, this voluntary compliance approach could eventually replace the CONASSIF rulings under challenge in the Constitutional Court. Second, an initiative to develop voluntary guidelines for investor relations programs is being undertaken to increase transparency of the market.

The third initiative, also a first in Costa Rica, is a “market makers” mechanism using Atlas’s shares. To be able to do this, three brokerage houses were brought on board for a three-month pilot plan, and were granted “safe harbor” provisions by SUGEVAL. The idea is to allow investors an alternative to be able to sell or buy Atlas’s shares anytime with these brokerage houses. Each brokerage house in the pilot plan has committed and guaranteed to the market that they will always have a certain number of shares in their inventory that they would be willing to sell or otherwise buy. This eliminates the risk factor to the investors that is brought on by the uncertainty of not knowing if there will be a prospective buyer (seller) of Atlas’s shares. The results in the first two months have been a less volatile market price for the small amount of Atlas’s shares traded, though still below book value.

Recent Results and Challenges Ahead

In the last two years, the financial results of Atlas improved year-on-year. In particular, in 2005 the company had net income of Costa Rican Colones 1,218,337 thousands (US\$ 2.8 million) which is an increase of 27.9% over the net income of Costa Rican Colones 952,402 thousands (US\$ 2.1 million) in 2004. Other financial results are as follows:

■ Net operating revenues:

- 2004 - Costa Rican Colones 33,552,395 thousands / US\$ 78.4 million;
- 2005 - Costa Rican Colones 43,116,143 thousands / US\$ 92.2 million;

■ Net costs and expenses:

- 2004 - Costa Rican Colones 32,034,853 thousands / US\$ 74.7 million;
- 2005 - Costa Rican Colones 41,435,894 thousands / US\$ 88.7 million;

■ Net cash:

- 2004 - Costa Rican Colones 2,336,915 thousands / US\$ 5.2 million; and
- 2005 - Costa Rican Colones 2,563,317 thousands / US\$ 5.6 million.

Since the year 2000, because of a US\$ 10 million bond issue used to finance the purchase of a competing manufacturer in El Salvador, the company has been analyzed quarterly by a local independent risk analysis firm that has always given Atlas a triple AAA qualification, their highest. Atlas has earned these high marks by consistently demonstrating to its bondholders and others its superior capacity for paying capital and interest on the agreed terms.

Atlas understands that in order to grow further, it will need to tap into other financial markets. Transparency has come naturally to the company, and doing this task even better is in line with the company's strategic plan. The new audit-related regulations are part of the current global experience, which the company embraces. Consistent with this global outlook, Atlas is also increasingly taking on the export market, since more than 80% of its sales are already being done successfully abroad. In taking on exports, Atlas is also embracing corporate social responsibility both at home and in new foreign markets, already garnering superior ratings from local and regional indices on its sustainable and socially-responsible practices.

Atlas aims to persuade current and future shareholders of the value of the company. Atlas also aims to demonstrate that it is a company that is here to stay for many, many more years, competing in a globalized market, like it has done in the past, but with better intangible assets, creditworthiness, transparency and good corporate governance practices in its future. In terms of governance improvements, Atlas seeks to further

improve its internal control procedures to address the requirements of the regulatory agencies and the Board of Directors that the financial information being published is free of material omissions, but also as a means to assure itself and the shareholders that the actions of the management are done according to approved policies. The guidelines for this project are those defined by COSO for internal control procedures and practices.



Buenaventura

Growth is more than merely one part of the mission and vision of Buenaventura—the leading mining company in Peru and one of the largest gold and silver producers in the world. It is the company's daily mantra.

Today, Buenaventura operates four important mines in Peru (Orcopampa, Uchucchacua, Antapite and Colquijirca) and has an aggressive explorations program. The company owns 43.65% of Minera Yanacocha S.R.L., one of the most important gold producers in the world, and an 18.5% ownership in Sociedad Minera Cerro Verde, an important Peruvian copper company. The company has 2,127 employees.

Operating in a capital- and labor-intensive industry, and in a geographic environment not as welcoming to investments as it should be, the company recognizes that it must be persistent to maintain the degree of success it has achieved over the years.

Joint ventures, offerings through the Lima Stock Exchange, and an American Depositary Receipts (ADR) issuance on the New York Stock Exchange (NYSE) were all means to achieve the company's goal of continued growth. But when it came to creating long-term sustainable shareholder value, there was only one way to do it: by enhancing corporate governance practices.

The Roots of the Need for Governance

Buenaventura has focused on exploration and acquisitions, both on its own and through joint ventures, since its founding in 1953. For Buenaventura, conducting business responsibly and effectively is part of its strategy to increase shareholder value.

Buenaventura suffered several years of losses that, ultimately, led to a high level of debt amid Peru's weak economic environment during the 1980s. In the early 1990s, however, Peru emerged into a period of greater stability, allowing Buenaventura to plan for a more promising future.

When the company decided to invest in Yanacocha, now a world-class gold deposit, Buenaventura faced high-cost exploration and development investments. Convinced that the market pays for good corporate governance practices, Buenaventura chose to cancel its debt with the proceeds of an initial public offering (IPO) of ADRs on the NYSE in 1996. This IPO permitted the company to raise approximately US\$ 150 million.

The decision reflected Buenaventura's Board of Directors' and management's commitment to comply with United States Securities & Exchange Commission's (SEC) regulations. Prior to the IPO, the company took several critical steps toward improving its governance:

- Revamped its Board of Directors, introducing independent members and establishing Board committees;
- Implemented an Ethics Code;
- Created a Disclosure Committee; and
- Eliminated its dual class share structure and converted all its shares into a single class with equal voting rights.

Before the IPO of ADRs on the NYSE in 1996, the founders, the Benavides family, owned 42% of the company. Today, the family owns 27%. Apart from the Benavides family, there are several institutional shareholders, pension funds, industrial companies and banks invested in Buenaventura. The current ownership structure is presented below.

Today, the company's free float of equity is 65%. Fifty-five percent of the total

Name	Interest Participation (%)	Nationality
Alberto Benavides Q.	14.022	Peruvian
Compañía Minera Condesa S.A.	7.687	Peruvian
Merrill Lynch Investment Managers Ltd. (UK)	6.262	British
Fidelity Management & Research Co.	5.453	North American
Total	33.424	

outstanding shares are held in the ADR program. Buenaventura's shares are listed and traded on the Lima Stock Exchange, and the company's ADRs trade on the NYSE. Buenaventura's shares are not included in any stock index.

Corporate Governance Steps

Buenaventura has implemented a comprehensive set of rules to ensure good governance. The reforms were inspired by the recommendations of major international organizations, such as the OECD, the Global Corporate Governance Forum and the World Bank/IFC.

For example, the decision to convert all shares into a single class of common shares served to keep the controlling group together, but was also considered the best way to continue to maximize the value of the company. The liquidity of shares was bolstered as a result, as evidenced by investors' positive responses to the single class of voting shares.

Similarly, although minority shareholders are not offered formal tag-along rights, there are other safeguards in place in the event of a tender offer. Specifically, the Board must review the terms of the tender offer, communicate and make its recommendations to all shareholders on the specific terms of the offer. In turn, the shareholders are then asked to make their own decisions on whether or not to accept the offer. In practice, this means the Board does afford all shareholders the same opportunity to participate in the tender offer on equal terms. This is one example of how Buenaventura takes its shareholder voting rights issues seriously.

To facilitate the participation of all shareholders in its Annual General Meetings, the company announces its Meeting date and provides the shareholders with the Meeting agenda 25 days in advance. ADR holders also receive proxies through the depository bank, and special procedures have been put in place to ensure that: (i) ADR holders have sufficient time to consider how to vote; and (ii) that their votes are duly represented at the company's Meetings.

Buenaventura's executive officers oversee the business and are responsible for the execution of the policy decisions of the Board of Directors. The President and Chief Executive Officer is elected by the Board. The VP Chief Financial Officer, the VP Business Development, the VP Operations and the VP Explorations are selected by the Nominations Committee. Family members in top management represent 2 out of 5 members.

Buenaventura has a 10 year long-term stock appreciation program that allows certain executives to receive cash remuneration equivalent to any excess of the market value at a fixed future date over a stated price of a stated number of ADRs. This information about management compensation is disclosed to shareholders and to the market, in the annual report and in the company's SEC 20-F filing. Board members receive a percentage of the annual net income of the company up to a maximum limit established by the Annual General Meeting. This information is also disclosed in the company's annual report and its publicly available 20-F filing.

The company considers that it is in its best interest to maintain high standards of social responsibility, in order to ensure the long-term success of its business. In particular, Buenaventura's social responsibility program expenditures totaled US\$ 2.8 million during 2005. This included support for:

- Infrastructure (roads, energy and communications);
- Water and forestation;
- Agro-industry and tourism; and
- Health, nutrition and education.

The Board of Directors

Buenaventura's Board of Directors has seven members, five of whom are independent. As the company is committed to the highest level of disclosure to its shareholders, a nominee of the Peruvian pension funds sits on the Board and participates in Board committee activities. The Board is seen by company management as a value-added resource, providing guidance and advice.

Four committees support the Board's work: Audit; Compensation; Nominations; and Corporate Governance. Each committee includes a majority of independent directors, with the Audit Committee composed solely of independent Board members. The Corporate Governance Committee of the Board bears responsibility for all governance-related initiatives at Buenaventura.

Buenaventura's Board Chairman and CEO are separate. This ensures the Board's impartiality in evaluating and overseeing management.

Finally, Buenaventura conducts periodic Board evaluations. There is a lead director who, jointly with independent directors, evaluates the Board.

Providing timely and accurate information to the market is very important to Buenaventura. A Disclosure Committee was created to coordinate the timely release of all relevant information to the market as soon as Board meetings conclude, thus avoiding the possibility of time gaps creating prospective opportunities for improper use of company information by insiders.

To address issues of integrity and conduct, the Board approved an Ethics Code that is available to all stakeholders and is required reading for all company employees and Board members. The Code mainly addresses conflicts of interest and related party transactions. An ethics officer reporting to the Audit Committee is appointed and charged with overseeing Code compliance by company employees, managers and the Board of Directors. Both the ethics officer and Audit Committee Chairman can be contacted under a "whistle-blower system" set up to enable company stakeholders to report anonymously when they suspect, or have information about, possible Ethics Code violations.

Transparency: Quality and Integrity of Financial Reporting

The Disclosure Committee and the Board are responsible for publishing financial statements and the annual report with the active participation of management. Buenaventura follows international reporting standards, and its financial statements generally adhere to US GAAP.

The financial reports are audited by an independent external auditor that is accountable to the Board. The company discloses ownership and control information every month and does not enter into any shareholder agreements that may negatively affect its corporate governance system or its equitable treatment of shareholders. In addition, the company discloses all business relationships and material provisions of contracts to shareholders. The company's chief of internal audit reports to the Board of Directors.

Results

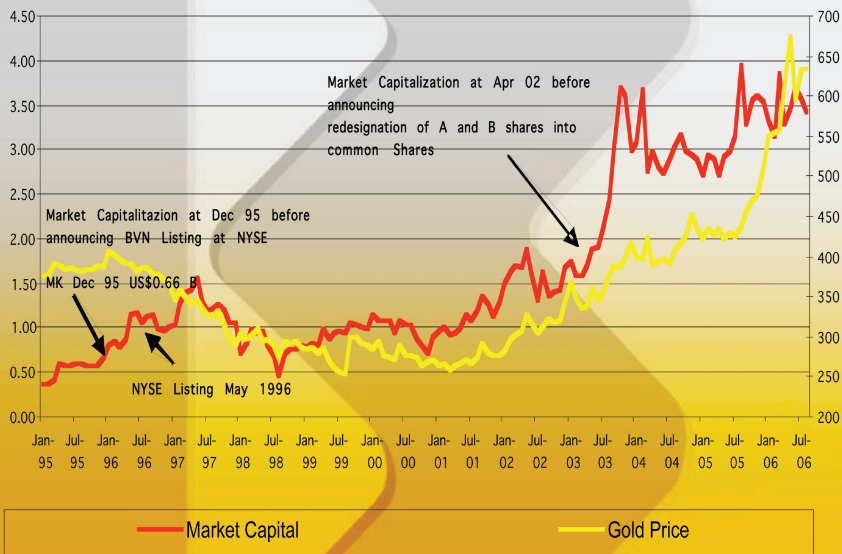
Buenaventura recognizes that it must continue to improve its governance framework as it strives to maximize shareholder value. Its governance improvements are clearly recognized by the market, as demonstrated by its overall company performance. Most notably, the company has had a three-fold increase in market capitalization, from around US\$ 400 million in 1995 to US\$ 3.6 billion at the end of 2005. The company's share price increased 23.6% from US\$ 22.9 on 31 December 2004 to US\$ 28.3 as of 31 December 2005.

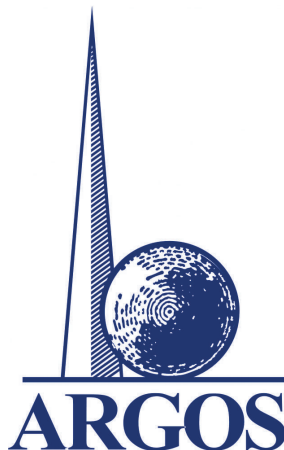
The company also reported increased total revenues in the amount of US\$ 337 million in 2005, representing a 1% increase from 2004 (US\$ 334 million). Likewise, net income in 2005 was up 31% to a total of US\$ 274 million, compared to US\$ 209 million in 2004. Other financial figures include:

- Net costs and expenses:
 - 2004 – US\$ 125 million;
 - 2005 – US\$ 63 million;
- Net cash:
 - 2004 – US\$ 172 million;
 - 2005 – US\$ 97 million;
- Projected cash for 2006 – US\$ 280 million.

Today, Buenaventura is working on completing its compliance with the Sarbanes-Oxley Act. The company expects to be certified by the external auditors as Sarbanes-Oxley compliant by the end of 2006.

BVN Market Capital Evolution (1995 - 2006)





Cementos Argos

When Compañía de Cemento Argos, S.A. was founded in Medellin, Colombia, 70 years ago, its founders could scarcely have imagined that their small entrepreneurial venture would one day become the biggest cement company in Colombia, the fifth-largest producer in Latin America and one of the pioneers of good governance in the region.

In the beginning, the founders realized that they would need co-investors to move ahead with plans to build their first cement factory. The City of Medellin and the Antioquia Railroad were the business' first partners. Two years later, the factory was operating and the company began a history of fruitful creation of new plants and several subsidiary companies.

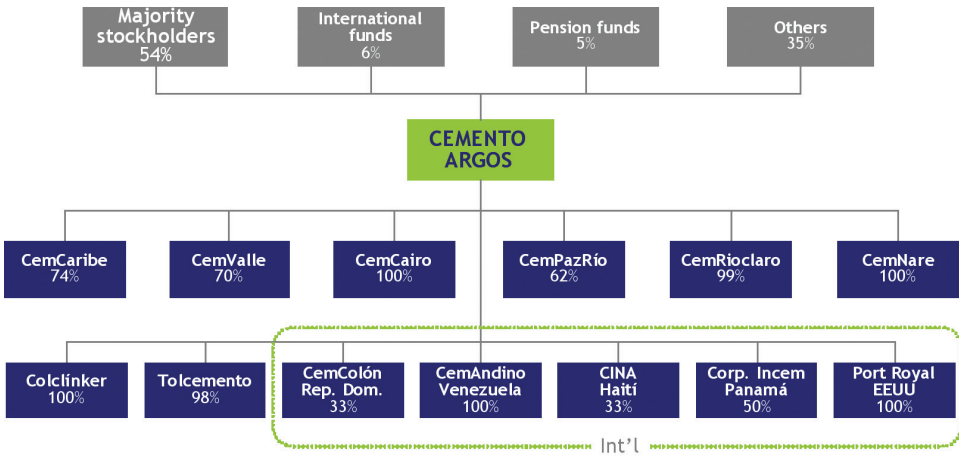
At the end of 2005, the old Compañía de Cemento Argos was transformed into a holding company and renamed Inversiones Argos, S.A. (Inversiones Argos). Its eight Colombian cement subsidiaries were merged to form a single new operating company, Cementos Argos, S.A. (Cementos Argos).

Today, Inversiones Argos is the owner of 70% of the shares of Cementos Argos. The remaining 30% of shares of Cementos Argos are in the hands of smaller shareholders. Minority shareholders have no guarantee of tag-along right in case of transfer of control.

Seventy-seven percent of the portfolio of Inversiones Argos is represented by its investment in Cementos Argos, with the remainder largely invested in finance and insurance companies. The largest and controlling shareholder of Inversiones Argos is the Grupo Empresarial Antioqueño (Colombia's largest conglomerate), while the remaining 46% of Inversiones Argos's shares are in free float and held by assorted investors. Specifically, international investors and local pensions and severance payments administration companies hold approximately 11% of the shares of Inversiones Argos, with another 35% of shares in the hands of smaller minority shareholders.

Both Inversiones Argos and Cementos Argos are publicly-held corporations listed on the Bolsa de Valores de Colombia. The companies do not rule out the possibility of issu-

ing shares on the NYSE in the future. Shares of Inversiones Argos and Cementos Argos are included in IGBC Index of the Bolsa and perform similar to the performance of the whole Index. Cementos Argos and its subsidiaries have more than 10,500 employees.



Corporate Governance Adding Value

When Cementos Argos first decided to adopt good governance practices, it faced an almost complete lack of knowledge on the subject in the Colombian market. Yet, in taking the decision to move towards good governance practices, it was essential to convey to the market what corporate governance meant for the company, and that the principles of good governance were not just a fad—they were here to stay.

The company initially adopted a basic Code of Corporate Governance, which was subsequently amended in line with international benchmarks. The revised Code, emphasizing aspects of disclosure and free flow of information, was discussed with a variety of stakeholders, from employees to the Board of Directors. Cementos Argos, following recommendations by its shareholders, the Board of Directors and other stakeholders, challenged itself to comply with the highest corporate governance standards advocated by international organizations. In 2004, the company finalized and published its Good Governance Code, which complies with the majority of NYSE, OECD, International Finance Corporation (World Bank Group), Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) and other local institutions' recommendations for companies.

The management of Cementos Argos now understands that implementing better disclosure practices helps generate wealth for shareholders and facilitates access to investors. The management is also convinced that adopting good governance practices differentiates Cementos Argos from its competitors in the product and capital markets.

Cementos Argos's structure of corporate governance focuses on five main pillars: fair treatment of shareholders; strengthening the structure and performance of the Board of Directors; developing procedures to provide accurate, complete and timely information; establishing an Ethics Code for employees; and regulating relations with different interest groups.

Finally and notably, it was decided that both internal and external auditors should review and inform the market of Cementos Argos's compliance with its Good Governance Code. The company's chief legal officer is charged with overseeing issues related to corporate governance.

In addition to good corporate governance practices, Cementos Argos attaches great importance to corporate social responsibility and value-added initiatives that enhance the localities in which they operate. In particular, the company spent US\$ 2.6 million during 2005 on different community programs benefiting education, charity, health, nutrition and cultural arts.

The Board of Directors

The Board of Cementos Argos is composed of five non-executive directors, two of whom are independent. The Board is supported by three Board committees: Audit & Finance; Nominations and Remuneration; and Board Issues.

The Audit & Finance Committee, composed of 4 directors (2 independent), the CEO, CFO and internal auditor, focuses on supervising internal control processes, assuring transparency and accurate disclosure of financial information, overseeing internal auditing activities and supporting Board decision-making on controls.

The Nominations and Remuneration Committee, composed of 3 directors, establishes policies on hiring, compensation and the development of key personnel. It proposes a compensation plan that is linked to both personal and company performance. The Committee is in charge of revising the company's senior management succession plan. The Board's compensation is approved by the Annual General Meeting, which may also dismiss and re-elect directors even before the end of their tenures.

The Board Issues Committee, composed of 3 directors and the CEO, concerns itself with the role and responsibilities of directors, recruitment of new members and defining the policies for ensuring proper Board composition. The Committee has also implemented an evaluation system for directors, and there is a continuous program of training and development for directors.

The positions of CEO and Chairman of the Board are held by separate persons at Cementos Argos. The company's senior executives hold the title of Vice-President and are appointed in accordance with policies developed by the Nominations and Remuneration Committee.

Results

Cementos Argos, on 31 January 2006, had a market capitalization of US\$ 5.8 billion. This number is up as compared with 31 December 2004 (US\$ 930 million) and the previous year-end (31 December 2005), when market capitalization reached US\$ 4.8 billion—creating a sizeable 420% increase in that one year period alone.

Cementos Argos prepares its financial statement in accordance with Colombian GAAP. In 2005, the company had net income of US\$ 722 million, reflecting an increase of 63% compared to 2004 (US\$ 442 million). Other financial performance results are as follows:

- Net operating revenues:
 - 2004 - US\$ 441.8 million (consolidated);
 - 2005 - US\$ 721.7 million (consolidated);
- Net costs and expenses:
 - 2004 - US\$ 41.3 million (consolidated);
 - 2005 - US\$ 115.0 million (consolidated);
- Net cash:
 - 2004 - US\$ 85.2 million (consolidated);
 - 2005 - US\$ 17.7 million (consolidated).

It is difficult to precisely measure the direct benefits of adopting good governance practices, but Cementos Argos can point to substantive results. Its shares have steadily increased in value by climbing 177% during 2005. After publishing the Good Governance Code, the company also more than quadrupled its number of shareholders.

In addition, with the adoption of the Code, Cementos Argos surged ahead of its market competition, as capital investors rewarded the company by more than three times (3.4 times) oversubscribing to its last bond issuance.

Being the fifth-largest cement producer in Latin America, Cementos Argos today supplies 51% of the local cement market and 32% of the local concrete market. In addition, Cementos Argos exports its products to 18 different countries and holds several investments in the United States, Panama, Venezuela, Haiti and Dominican Republic.

Future Goals and Challenges

Cementos Argos is still perfecting its governance system. Its main challenges are strengthening its Board of Directors and the Board committees. Better systems for overseeing compliance with its Code of Ethics (in effect since 2004) and enhancement of its disclosure practices are among the company's future corporate governance goals.



Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)

In 1998, the shareholders of Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), a consolidation of toll road operations, knew that they would have to build market credibility to attract investors to their capital-intensive business. They also knew that this would not be an easy task.

CCR was created to dilute political and geographic risks, add financial flexibility and provide a permanent vehicle for investment in Brazil's toll road businesses. Shareholders in CCR were huge Brazilian groups that also operated in the construction business, and who therefore were the main suppliers for Brazil's highway authorities. With obvious potential for conflicts of interest clouding the possibilities for returns to non-controlling shareholders, CCR had an uphill battle to fight to establish credibility.

Origins of CCR's Challenge

In the 1970s, companies in Brazil's construction sector formed consortiums (incorporated or unincorporated) to execute gigantic infrastructure, energy generation and transportation projects. Thus, it was natural that consortiums were also created when the public sector proved ineffective in maintaining the huge Brazilian highway network. Toll road operations were offered to the private sector through a concession program announced in 1993, which was effectively implemented in 1994.

Although CCR, an incorporated holding company, brought together important economic groups, they knew that their own investment capability would not be enough to reform and expand the highway system. But how could investors be confident that managers and controllers would be driven to create value for all shareholders and distribute profits fairly?

With this question in mind, the founding shareholders hired management consulting firm McKinsey, in 1998. The consultants helped CCR design an ownership structure geared to attracting capital along with an organizational structure to support business plans. As described below, the result of this work included an invitation to an international toll road operator from outside Brazil to become part of the controlling group and to act as a transparency champion.

Ownership Structure to Assure Good Governance

The new structure ensured that management and shareholders would act as investors, working toward creating business value and challenging the market's previous perception that contractors might operate a highway concession business solely to secure themselves advantageous contracts. To achieve further credibility, CCR went on to create mechanisms to evaluate related party contracts to ensure that decisions would be made in the interests of all CCR shareholders. With this established, the stage would be set for CCR to go public.

Although its founding shareholders could pledge to the market that they would operate the business according to the best standards, market credibility could be achieved only if there was a partner with a clear interest in ensuring the pledge was kept. They found such a strategic partner in Portugal—Brisa Auto Estradas de Portugal S.A., which holds concessions of 11 roads in Portugal. Brisa acquired 20% of CCR's shares, a stake equal to those held by the founding shareholders.

Facing the Specter of Conflicts of Interest

One main issue remained in order to win the market's confidence: how to solve the conflict between constructor and concessionary roles. The company developed built-in protection mechanisms to execute any service with related parties. All contracts over R\$ 1 million (approximately US\$ 470,000) with related parties and any other with a third party over R\$ 2.7 million (approximately US\$ 1.26 million) had to be approved by the Board of Directors. In addition, any contract over R\$ 1 million with a related party could be preceded by an independent evaluation, if requested by any company director. If, in spite of a positive conclusion by independent analysts, doubts remained, a provision was set where 25% of the Board of Directors could veto the contract.

Before going public, CCR built a governance model that would support the new venture. The responsibilities of the Board of Directors, its committees and management were reviewed and restructured. A corporate governance manual was written, outlining the dynamics of the relationship between the organizational bodies. The Board is composed of 10 members where two are independent members with no connection to any of the shareholders or management. The positions of the Chairman and the CEO are not combined. All directors have mandates of one year, with the possibility to be re-elected.

The Board of Directors is supported by six committees: Audit; Strategy; Finance; Governance; New Business; and Human Resources. CCR was the first company in the country to establish a Corporate Governance Committee. This Committee proposes the Board's operating model, agenda, information flow with shareholders, exec-

utives and other stakeholders, and the Board's evaluation system. The Committee also periodically reviews the governance system itself.

CCR's senior executive officers (directors and managers) are hired in the market or promoted from within the lower ranks of the company. Their compensation typically consists of a mix of fixed salaries and a variable component. Sixty to seventy percent of the variable component is calculated based on the company's economic value added (EVA), with the rest dependent on the accomplishment of qualitative goals set for the year. The company's executive compensation program does not include stock options. However, CCR does have a long-term incentive program designed to align the interests of managers and shareholders, create value, attract and retain talented managers, encourage sustainability and reinforce the long-term vision for the business. The result of CCR's human resources policies is a cadre of executives that share CCR's vision and values. The full amount of the compensation (on collective basis) is disclosed at Annual General Meetings.

CCR's CEO is the executive ultimately charged with responsibility for the implementation of the company's governance-related initiatives.

The internal audit function at CCR is outsourced to a leading accounting and audit firm.

Novo Mercado: the Final Touch

To complete the design of its capital structure, CCR took the decision to go public. The permission for CCR to become a public company was registered by CVM, the Brazilian Securities and Exchange Commission, on 19 December 2000. On 20 November 2001, CCR became the first company to join the Novo Mercado, the highest corporate governance-based tier of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange), and raised R\$ 305.3 million (US\$ 141.6 million) from the market. On 14 May 2004, CCR concluded its second offering of shares, raising an additional R\$ 375.0 million (US\$ 173.9 million) and increasing the company's free float to 30%. On the Novo Mercado, companies agree to adopt governance practices beyond those established in Brazilian regulation, providing greater transparency and strengthening the rights and protections of non-controlling shareholders.

The main pillar of the Novo Mercado requirements is that the capital stock must be solely represented by common shares. Novo Mercado companies must also undertake the following additional obligations:

- Holding of public share offerings through mechanisms which favor capital dispersion and broader retail shareholder access;
- Maintaining of a minimum free float equivalent to 25% of the capital;
- Extending to all shareholders the same conditions provided to majority shareholders in the transfer of the controlling stake ("tag-along" rights);

- Having a Board of Directors with a minimum of five members and a unified mandate of up to two years, re-election allowed. A minimum of 20% of the members must be independent directors;
- Making the annual financial statements available in accordance with international accounting standards (US GAAP or IFRS);
- Introducing improvements in the quarterly information report and in other documents sent to CVM and BOVESPA, including consolidated financial statements, cash flow statements and special audit revision;
- Holding a tender offer on economic value criteria as a minimum in the event of a decision to de-list from the Novo Mercado;
- Adhering to disclosure rules on the negotiation of assets issued by the company in the name of the controlling shareholders or the company management; and
- Disclosing contracts signed between the company and related parties;
- Disclosing on a monthly basis trades involving securities and derivatives issued by the company in the name of controlling shareholders;
- Releasing an annual corporate agenda, including Annual General Meeting, release of information and others;
- Holding public meetings with analysts and investors, at least once a year;
- Adhering to Market Arbitration Chamber to solve shareholder disputes.

After CCR joined the Novo Mercado, two groups from the original shareholders exited—one group was motivated by the liquidity opportunity created by the CCR's offering, and the other left the toll collections business altogether. Today, four large national and international construction companies have equal stakes of 17.39% in CCR while 28.98% of shares are free float. CCR's ownership thus has the following structure:

Shareholder	Ordinary Shares	%
Andrade Gutierrez	70,102,496	17.39%
Camargo Corrêa	72,060,296	17.88%
Brisa	72,060,300	17.88%
Serveng	72,060,304	17.88%
Novo Mercado	116,818,404	28.98%
Total	403,101,800	100.00%

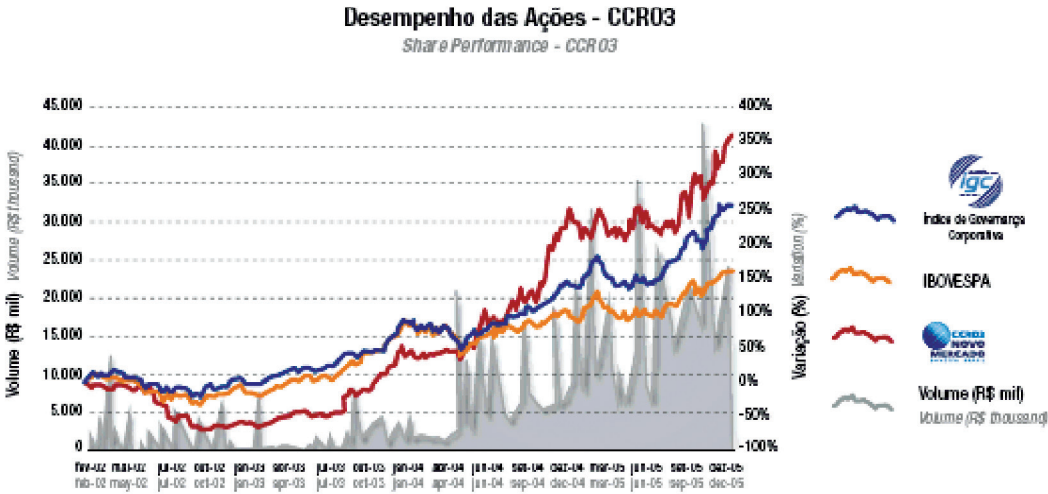
Results

CCR's shares were priced in the February 2002 IPO at R\$ 18.00 (US\$ 7.45) giving the company an initial market capitalization of R\$ 1.5 billion (US\$ 620 million). In

December 2004, the share price reached R\$ 58.10 (US\$ 21.88), with market capitalization of R\$ 5.8 billion (US\$ 2.2 billion). During the 2004–2005 period, CCR’s shares appreciated 27.37% from R\$ 58.1 to R\$ 74.0 (US\$ 31.61) along with its market capitalization—from R\$ 5,855.0 million (US\$ 2,205.7 million) to R\$ 7,457.4 million (US\$ 3,185.9 million).

The market rewarded CCR with a premium for its policies of transparency and equal rights for all shareholders. As the table and graph below indicate, CCR’s shares appreciated 351.8% from February 2002 to December 2005, while the Ibovespa Stock Index recorded cumulative returns of 193.6% for the same period. CCR even outperformed the IGC, the Brazilian Corporate Governance Index, which reported a return of 313.9%.

	IPO	21/8/2006	%	
CCRO3*	4.44	20.06	351,8%	
IGC	999	4,135	313,9%	
Ibovespa	12,658	37,160	193,6%	
* adjusted for the share splits				



Today, CCR continues to improve its governance model and create value for all shareholders. This good governance initiative is an unquestionable success case: CCR is Brazil’s largest toll road concession operator. Operating six roads, its business represents 15% of Brazil’s highway network, with approximately 1,452 kilometers of highways, and more than 41% of total toll revenue in the country’s sector. Today, the company has nearly 4,200 employees.

As CCR's financial statements prepared in accordance with Brazilian GAAP (with the reconciliation of differences between Brazilian GAAP and US GAAP) indicate, CCR registered net revenue in 2004 of R\$ 1.463 billion (US\$ 551 million), generating operating cash of R\$ 759 million (US\$ 286 million). Net revenues increased 33.56% by 31 December 2005 with R\$ 1.954 billion (US\$ 906 million), generating operating cash of R\$ 1.102 billion (US\$ 511 million). Net income for the same period rose more than 90% from R\$ 263 million (US\$ 99 million) in 2004 to R\$ 500 million (US\$ 213 million) in 2005. Other financial information is presented below:

	2004 - R\$ (,000) / US\$ (,000)	2005 - R\$ (,000) / US\$ (,000)
Net income	262,991 / 99,077	500,493 / 213,822
Net revenues	1,463,150 / 551,217	1,954,354 / 834,944
Costs and expenses	(931,965) / (351,102)	(1,155,155) / (493,508)
EBIDTA	759,322 / 286,061	1,102,331 / 470,941

CCR's achievements in corporate governance are recognized by the market, as indicated by awards presented by the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) in 2005 and Núcleo de Governança Corporativa da Fundação Dom Cabral in 2004-2007.

In the future, CCR will support in-depth study of the practice and rewards of corporate governance at the Corporate Governance Nucleus/Center of Fundação Dom Cabral. The objectives of this collaboration include further enhancing CCR's governance practices through the exchange of experiences with other companies that participate in this Center.



CPFL Energia

CPFL Energia's (CPFL) origin goes back to 1912, with the founding of Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL Paulista) following the merger of four domestically-owned electricity distributors located in the upcountry area of the state of São Paulo. The company's controlling group has since changed several times. Beginning in 1927, it was acquired by US-based American Foreign Power Co., and, subsequently, the federally-owned Eletrobrás (1964) then followed by the state-owned Companhia Energética do Estado de São Paulo—CESP (1975) until the company was finally privatized in 1997. At privatization, VBC Energia, 521 Participações and Bonaire Participações took a controlling interest and, from that date forward, the company began an accelerated process of expansion, culminating in August of 2002 in CPFL Energia's creation as a holding company for the generation, distribution and trading of electricity.

VBC Energia is a private company controlled by VBC Participações, the capital of which is held by three major conglomerates representing Brazilian business interests: Votorantim Energia Ltda., Bradesplan Participações S.A. and Camargo Corrêa S.A.

521 Participações S.A. represents the pension fund of the Banco do Brasil (Caixa de Previdência dos Funcionários—Previ), the largest Brazilian pension fund with more than 161 thousand beneficiaries.

Bonaire Participações S.A. is an investment fund made up of Brazilian pension funds—Fundação Cesp—Funcesp, Fundação Petrobrás de Seguridade Social—Petros, Fundação Sistel de Seguridade Social and Fundação Sabesp de Seguridade Social—Sabesprev.

In addition to these, BNDESPar, the holding company of the BNDES (National Economic and Social Development Bank of Brazil) and the International Finance Corporation (IFC) also currently feature among CPFL's most important shareholders.

The company issued common shares (its only class of corporate share) and American Depositary Receipt (ADRs) on the Novo Mercado, the highest corporate governance-based tier of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange), and New York Stock Exchange (NYSE) (Level III) on 29 September 2004. CPFL made a primary offering of R\$ 685 million (US\$ 239 million) and a secondary offering of R\$ 136 million (US\$ 47 million), for a combined total of R\$ 821 million (US\$ 286 million) at R\$ 17.22 per share (US\$ 6.00 per share), with each ADR representing three shares.

The company's initial free float was 13.64%. This has since risen to the current level of 17.75%, thanks to the underwriters' exercise of their overallotment option, resulting in equity stake exchanges between the BNDESPar (minority shareholder) and VBC

Energia (controlling shareholder) and conversion by the IFC of its loan into shares. In addition, minority shareholders of the subsidiaries CPFL Paulista, CPFL Piratininga and CPFL Geração exchanged their respective equity stakes in subsidiaries for shares of parent company, CPFL Energia. CPFL's resulting ownership structure after the above changes (as of 31 December 2005) is presented below. All shareholders are granted 100% tag-along rights. The company had 5,838 employees as of 31 December 2005.



CPFL adopted good corporate governance practices rapidly and thoroughly for several reasons. First and foremost, the company considers corporate governance as a means of creating value and, secondly, it is a strategic way for the company to achieve its goal of turning CPFL into a benchmark for the electricity sector in Brazil. Finally, corporate governance serves to help establish CPFL Energia as a holding company that equitably treats each of its shareholders, including the controlling shareholders—each one with their own distinct and respectively differing objectives and characteristics.

This governance transformation process was begun internally following the privatization of CPFL Paulista on 5 November 1997, and was intensified in 2000 with the structuring of an integrated management system. During this period, the energy distribution activities underwent major expansion, with CPFL Paulista acquiring a significant stake in Bandeirante de Energia in 1998 (later spun off, giving rise to CPFL Piratininga) and Rio Grande Energia in 2000.

Subsequently, in 2002, the group's decision-making process was formally structured and determined when the controlling shareholders signed a shareholders' agreement, allowing for the creation of CPFL Energia as a holding company in August of that year.

Fast Track to Good Governance

Subsequent to the creation of CPFL Energia in August 2002, and in the following years, the company took a series of initiatives to implement its system of corporate governance. Many of these initiatives were structured before the listing of the company's shares on Novo Mercado and the NYSE. Additional initiatives were taken after these listings. These later initiatives are highlighted below:

- The alignment of the corporate by-laws of the subsidiaries, i.e., CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração and Rio Grande Energia with CPFL Energia's corporate by-laws;

- The structuring of Board's Advisory Committees;
- The implementation by the Board of Directors of a self-evaluation system;
- Change in the structure of the company's annual report, prepared in the Global Reporting Initiative (GRI) format;
- The implementation of the Board of Directors' website;
- The introduction of an anonymous and confidential channel for employees, to enable them to raise questionable accounting and/or financial conduct issues to the Fiscal Board (a Brazilian analog of the Audit Committee), in a move towards closer Sarbanes-Oxley Act compliance;
- The migration of minority shareholders of the subsidiaries CPFL Paulista, CPFL Piratininga and CPFL Geração to CPFL Energia following a share swap arrangement worth R\$ 553 million (US\$ 242 million) and involving 56,800 shareholders;
- The implementation of a compliance division responsible for meeting regulatory requirements in all markets in which the company's shares are traded. Among these regulations is section 404 of the Sarbanes-Oxley Act;
- The structuring of the succession plan down to the managerial level;
- The structuring of several company education plans;
- The structuring of a process of performance evaluation;
- The preparation of an insider trading policy; and
- The systematizing of the comparison of corporate governance practices with national and international benchmarks.

The Board of Directors currently has 7 members, three of whom are appointed by VBC Participações, two by 521 Participações and one by Bonaire Participações. The last member is an independent director also representing the minority shareholders. Each Board member's term of office is one year with the possibility for re-election.

At present, the Board of Directors has three advisory committees:

- **Personnel Committee**, responsible for analyzing matters related to the company's personnel management, the evaluation of the performance of the principal executives and the mechanism for choosing the CEO;
- **Processes Committee**, responsible for monitoring main processes and controls;
- **Related Parties Committee**, responsible for evaluating related party transactions.

Since the company's privatization, different individuals have held the positions of Chairman of the Board and CEO.

The CEO is chosen and elected by the Board of Directors, but is not a member of the Board itself.

In addition to the CEO, who is a statutory director, the remaining statutory directors (five Executive Vice-Presidents) are similarly not Board members. All enjoy two-year terms of office and are eligible for re-election.

There are two important aspects to be noted:

- While the remaining statutory directors are formally elected by the Board of Directors, in practice they are appointed by the CEO; and
- There exists a clear distinction between decisions that can be taken by the statutory directors and those of the Board of Directors, this distinction being spelled out in the corporate by-laws and the shareholders' agreement.

With respect to compensation, the following points are important:

- The Board members receive fixed monthly compensation, irrespective of the number of Board meetings held, the compensation being fixed in accordance with market parameters. The Board of Directors is not compensated in any other manner;
- The statutory directors and the remaining officers of the company receive fixed and variable (a bonus for meeting performance targets) compensation based on market parameters. Since 2006, the statutory directors have also enjoyed a supplemental form of variable compensation that is calculated on a phantom stock basis.

The estimated overall compensation of the Board of Directors, statutory directors and Fiscal Board is disclosed (all combined) at the company's Annual General Meeting, held in April of each year.

Defining Responsibilities for Corporate Governance

CPFL has assigned clear responsibilities to various bodies regarding corporate governance policies and practices. In particular, since April 2003, the company has had an active Corporate Governance Department, under the direction and leadership of Marco da Camino Ancona Lopez Soligo, who is directly accountable to the CEO, Wilson P. Ferreira Júnior.

The company systematically and continuously evaluates its corporate governance practices and is always considering modifications for further improvements.

Corporate Governance Recognition

In 2005, in a survey conducted by Institutional Investor magazine involving more than 100 analysts and portfolio managers, the company was recognized as the best in Latin America in Corporate Governance—taking 1st place in ‘Corporate Governance - Latin American Electric Utilities’.

In 2006, the company received an honorable mention in the ‘Best in Corporate Governance’ awards based on a the survey carried out by IR Magazine, one of the top publications covering capital markets in Brazil, involving more than 200 domestic capital markets’ leading experts.

Good Governance Translates into Better Share Performance

While not solely because of good corporate governance, CPFL has had a very good share performance record in recent years. CPFL’s share price rose from R\$ 16.43 (US\$ 6.22) on 31 December 2004 to R\$ 27.06 (US\$ 11.56) on 31 December 2005, an increase of 64.7%.

Additionally, CPFL’s shares (BOVESPA - CPFE3; NYSE - CPT) are included in the following indices:

- IBRX 100—100 shares with the highest tradability;
- IEE—electric energy stock index;
- IGC—corporate governance stock index;
- ITAG—special tag-along stock index; and
- ISE—corporate sustainability stock index.

The company’s shares are part of the Dow Jones Brazil Titans 20 ADR index made up of the principal Brazilian ADRs traded on the NYSE.

In 2005, the company’s shares outperformed the leading capital markets’ stock indices. In the domestic market, the shares reported an appreciation of 64.8%, compared with 42.9% for the “Índice de Energia Elétrica (IEE)” and 27.7% for the BOVESPA Stock Index (Ibovespa). The company’s ADRs posted an appreciation of 85.5% compared with 47.5% for the Dow Jones Brazil Titans 20 ADRs Index and a depreciation of 0.6% for the Dow Jones Industrial Average.

At the end of 2005, the company registered a market capitalization of R\$ 12,982 million (US\$ 5,548 million), up from R\$ 7,420 million (US\$ 2,800 million) in 2004, with 479,756,730 common shares priced at R\$ 27.06 per share on the BOVESPA (US\$ 34.69 per ADR on the NYSE).

Financial Results

CPFL Energia reports its earnings in Brazilian GAAP and US GAAP (reconciling the Brazilian GAAP into US GAAP). In 2005, CPFL reported gross sales revenue of R\$ 10,904 million (US\$ 4,660 million), an increase of 14% compared with the preceding year. Net sales revenue reached R\$ 7,739 million (US\$ 3,307 million), 15% more than R\$ 6,736 million (US\$ 2,542 million) for 2004.

EBIDTA in turn amounted to R\$ 2,100 million (US\$ 906 million) in 2005, equivalent to a growth of 26% compared to R\$ 1,700 million (US\$ 634 million) in 2004.

As a result, the company reported its best net income ever at R\$ 1,021 billion (US\$ 436 million) in 2005, a growth of 266% compared to R\$ 279 million (US\$ 105 million) in 2004. Other year-on-year financial results include:

- Net costs and expenses:
 - 2004 - R\$ 4,306 million (US\$ 1,625 million);
 - 2005 - R\$ 4,594 million (US\$ 1,963 million);
- Net cash:
 - 2004 - R\$ 818 million (US\$ 309 million);
 - 2005 - R\$ 1,029 million (US\$ 440 million);
- Projected cash for 2006 at year-end R\$ 323 million (US\$ 145 million).

In 2005, highlights were the growth in electricity power sales of 4.7% as well as a 114% rise in CPFL's Brazil sales to the free market. The result was also boosted by an increase in installed capacity with the commissioning of the Monte Claro hydro plants for commercial operations at the end of December 2004.

Overall, the growing and consistent results posted over the past few years are a reflection of the company's business strategy based on advanced corporate governance practices and the capture of increasing synergies flowing from combined corporate financial discipline, corporate sustainability and responsibility practices.



Embraer

Based in São José dos Campos, Brazil, Embraer was initially founded in 1969 as a state-owned company, but was privatized on 7 December 1994. Since its privatization, Embraer has become one of the largest aircraft manufacturers in the world by focusing on specific market segments with high growth potential in commercial, defense and executive aviation. Equally important, Embraer provides a superior product package, with comprehensive aircraft and after-sales support for parts, services and technical assistance. Embraer has five plants in Brazil in three different locations, as well as subsidiaries, offices, technical assistance and supply parts distribution centers in China, Singapore, the United States, France and Portugal, together representing in December 2005 a workforce of more than 16,900 employees.

Embraer's 1994 privatization meant a deep cultural transformation process, in which the former engineering and industrially-oriented culture, predominating during the state-owned years, was merged with a new entrepreneurial and administratively-oriented culture brought by the new controlling shareholders. Evolution of the company's governance was an integral part of Embraer's cultural transformation.

Embraer is regarded by the Brazilian government as a strategic company. This status carries with it several implications for the company's governance:

- Embraer's privatization notice stipulated that the interest of foreign entities in Embraer's voting capital should be limited to 40%.
- There is a special class share or Golden Share held by the Brazilian government. The Golden Share provides the same voting rights as the holders of common shares have. However, in addition, the Golden Share carries veto power over, among other things, changes of control or of corporate purpose and creation and alteration of defense programs.

As a result of the privatization, the company not only recovered its financial soundness, but was also able to embark on a new expansion process, primarily driven by the ERJ 145 family project. In the following years, by launching the EMBRAER 170/190 family and the Legacy executive airplane, as well as Intelligence, Surveillance and Reconnaissance (ISR) products and the ALX/Super Tucano project, Embraer significantly increased its aeronautical market share, resulting in growing revenues in diversified marketplaces.

The development of new products by Embraer, as well as its future growth, depends on its flexibility to access capital markets. On 21 July 2000, Embraer simultaneously issued new shares on the New York and São Paulo Stock Exchanges. By extending its

access to international capital markets, the company was able to raise US\$ 250 million to support the development of the EMBRAER 170/190 family, the E-jets, launched in 1999.

In more recent years, a number of important events occurred that consolidated the company's prosperous and sustainable economic and social development such as the entry into service of the new EMBRAER 170/190 family of commercial jets, a program which has required investments of approximately US\$ 1 billion; the confirmation of Embraer's commitment to the executive aviation market, with the launch of new products such as the Phenom 100, the Phenom 300 and the Lineage 1000 executive jets, and the expansion of Embraer's presence in the aeronautical services market, with the acquisition of specialized MRO companies, such as OGMA—Indústria Aeronáutica de Portugal.

Embraer's well-established family of regional airliners places it among the largest commercial aircraft manufacturers in the world. Though its historical focus has been on the small-medium market segment of 30 to 50-seat jets, a few years ago, Embraer also developed a new jetliner family in the 70 to 110-seat category. Today, Embraer is the world's leading manufacturer of commercial jets up to 110 seats. Embraer's defense aircraft market segment is also strong, as measured by the more than 20 air forces around the world deploying Embraer aircraft and defense systems for surveillance, combat and training missions. In addition, the executive jet market provides significant growth opportunities for Embraer. The company expects to offer products in all categories of the executive jet market, from the "very light" to the "ultra large" categories. Embraer has endeavored to understand and respond to market and customer needs, continually improving the product and customer support for its commercial and executive aircrafts.

From 1995 through 2005, Embraer exported US\$ 20 billion in products and services. It was ranked as the largest Brazilian exporter from 1999 to 2001. During this 10-year period, the company accounted for US\$ 8 billion of the country's trade balance.

Capital Restructuring and Ownership Structure

Before 2006, Embraer's capital structure was limited by the Brazilian Corporate Law in terms of the distribution between common and preferred shares. Consequently, Embraer's capital structure not only limited access to the capital markets but also restrained the liquidity of the company's shares, since it limited the adoption of higher levels of corporate governance standards. However, on 31 March 2006, the majority of Embraer's shareholders, including common, preferred and American Depositary Share (ADS) holders, approved Embraer's capital restructuring proposal providing a simplified capital structure composed of a single class of shares—common shares—and enhanced corporate governance practices and transparency.

The primary goal of the corporate restructuring was to create a basis for sustainability, growth and continuity of Embraer's businesses and activities. Effectively, the restructuring broke down controlling blocks of shareholders. As a result, Embraer became the largest public company in Brazil with fully dispersed ownership. This should facilitate Embraer's access to capital markets and increase its prospects for obtaining new sources of financing. Additionally, the restructuring will likely result in higher liquidity to all shareholders and better means for a "voice" in company affairs, by virtue of voting rights provided to all shareholders. In other words, without a permanently defined control block, the shareholders will have to meet, assess and depend on the alignment of their interests to make decisions in each Annual General Meeting.

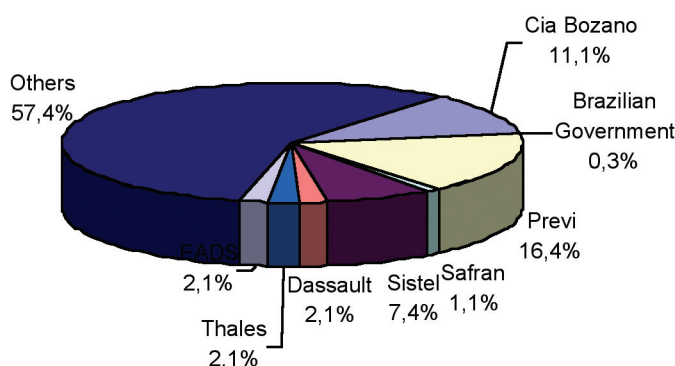
On 5 June 2006, Embraer began trading its single class of common shares on the prestigious Novo Mercado, corporate governance-based tier of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange). Embraer's American Depositary Receipts (under its Level III ADS program) are traded on the New York Stock Exchange (NYSE). Each ADS represents four common shares of Embraer.

Under Embraer's new by-laws, approved in March 2006, protective mechanisms were created to ensure not only the dilution of the shareholding control, but also the holding by Brazilian shareholders of the majority of votes in the company, so that the decision-making power is held by Brazilian individuals. This is consistent with the 40% restrictive condition set forth during the company's privatization process. The following mechanisms are in force:

- No shareholder or group of shareholders, national or foreign, may vote at each Annual General Meeting with more than 5% of the total outstanding shares. This limitation seeks to prevent the excessive concentration of shares or ADS in the hands of one shareholder or a group of shareholders;
- The total votes granted to foreign shareholders, individually and collectively, is limited to 40% of the total votes to be cast at the General Meeting;
- Any shareholder or a group of shareholders is prohibited from acquiring participation equal or higher than 35% of Embraer's stock, except if expressly authorized by the Federal Government, as the holder of the Golden Share, and subject to the holding of a public tender offer ("Oferta Pública de Aquisição"—OPA); and
- The ownership structure must be disclosed whenever: (i) a shareholder's interest reaches or exceeds 5% of the company's shares; and (ii) any shareholder's interest exceeds 5% of Embraer's capital.

Prior to the capital restructuring, 60.0% of outstanding common shares were held by Embraer's former controlling shareholders—Cia. Bozano, Previ, Sistel—and were subject to a shareholders' agreement and equally divided into 20.0% stakes for each

party. The Brazilian Government held 0.8% of common shares, in addition to the Golden Share. Upon implementation of the capital restructuring, the shareholders' agreement was terminated, and Cia. Bozano, Previ and Sistel now hold 11.1%, 16.4% and 7.4% of shares, respectively. A group of leading European aerospace companies—Dassault Aviation, EADS and Thales—each individually own 2.1% and SAFRAN (formally known as Snecma) owns 1.1%. The Brazilian Government retains 0.3% of the capital. The remaining 57.4% free float is traded on the local and international markets as presented in the chart below.



In order to demonstrate to the market that the former controlling shareholders and the management of Embraer remained committed to the company and believe in its future, a six-month lock-up period was approved, during which the former controlling shareholders could not trade their shares.

Corporate Governance Improvements

Capital restructuring was only part of Embraer's strategy for growing the company and improving its value. The other part of the strategy included adopting a model of corporate governance that embodied a clear distinction of responsibilities among the Board of Directors, the executive officers and the Fiscal Board ("Conselho Fiscal").

The Board of Directors is responsible for approving and keeping track of the company's strategy as well as annual budgets and investment programs established in the action plan prepared by the executive officers.

Embraer's current Board of Directors, elected on 31 March 2006, is composed of 11 members and their respective alternates. In order to ensure the stability of corporate actions and the continuity of management guidelines during the period immediately subsequent to the approval of the capital restructuring, the initial term of the Board of Directors is three years, after which a maximum two-year term must be observed.

During this transition period, the company's Chairman of the Board, Mr. Maurício Novis Botelho, also serves as the Chief Executive Officer until April 2007, when the Board of Directors will elect a new CEO. After that date, it is expressly prohibited to serve concurrently as a member of the Board of Directors and member of senior management. With the exception of the CEO, the representative of the Brazilian government and the two representatives of Embraer's employees, all current members of the Board are independent.

The Board of Directors appoints an Executive Committee, which is composed of up to four members, with the purpose of assisting in the performance of the Board functions, with respect to its executive compensation policy, strategic decisions and corporate governance-related measures.

The company's executive officers are responsible for day-to-day management of the company's affairs. The CEO and CFO were professionals hired after the privatization of the company, while the majority of remaining executive officers had built their careers at the company.

Embraer implemented a plan in 1998 that ties employees' profit sharing to dividend payments. Every time the company pays dividends to its shareholders, it also distributes up to 25% of the dividend amount among employees who have achieved strategic goals established in the action plan approved by the Board of Directors. Therefore, Embraer's profit sharing plan is a true partnership among shareholders, executive officers and employees that helps increase productivity and ensures the alignment of shareholders' and employees' interests.

Under the plan, the company may pay additional amounts of up to 5% of such dividend payment to the executive officers and some employees that have performed exceptionally, on a discretionary basis. In April 2005, the Board of Directors approved certain changes to the company's profit sharing plan related to the additional 5% distribution. These changes were based on recommendations made by an Advisory Committee of the Board of Directors, which was formed in 2004 for the purpose of reviewing the company's policies with regard to compensation. The new policy provides that the additional distribution of up to 5% is limited to an amount equal to 50% of the company's net income adjusted for certain cash flows. For the executive officers and certain senior employees, two-thirds of the distribution will be provided in cash and the remaining one-third will be allocated as "virtual common shares" and payments related thereto will be made over a three-year period, using a weighted average share price. As a result, the value of these payments is tied to the future market performance of the company's shares. The Board of Directors and the Fiscal Board are not entitled to receive payments under the profit sharing plan. Their remuneration is based on market analysis conducted by a human resources consultant firm.

For the fiscal year ended 31 December 2005, the aggregate compensation that was paid to the Board of Directors, Fiscal Board and executive officers was US\$ 8.8 million.

The Fiscal Board's main responsibility is to oversee acts of the executive officers and examine whether financial statements comply with transparency and good corporate governance policies. In view of the requirements placed by the 2004 Sarbanes-Oxley Act on foreign corporations listed in US markets, Embraer implemented several changes in its Fiscal Board. Such adaptations included changes in:

- Its composition with the addition of a member acting as financial specialist; and
- The internal regulations to distribute responsibilities and provide for a broader scope in assessments and analyses undertaken by its members.

As a result, Embraer's Fiscal Board is now composed of five sitting members, of which one is a financial specialist. All are appointed to a one-year term of office. This new Fiscal Board fully complies with the U.S. Securities and Exchange Commission's (SEC) requirements.

In addition to its listing on the NYSE, since 2001 Embraer reports simultaneously its quarterly and annual financial results in Brazilian GAAP and US GAAP.

The company's external auditors are accountable to the full Board while the internal audit function is the responsibility of the company's risk and internal controls office, under the supervision of the CFO and directly reporting to the Fiscal Board. The CFO reports to the Fiscal Board, ensuring the necessary independence and competence to assess the design of the company's internal controls over financial reporting.

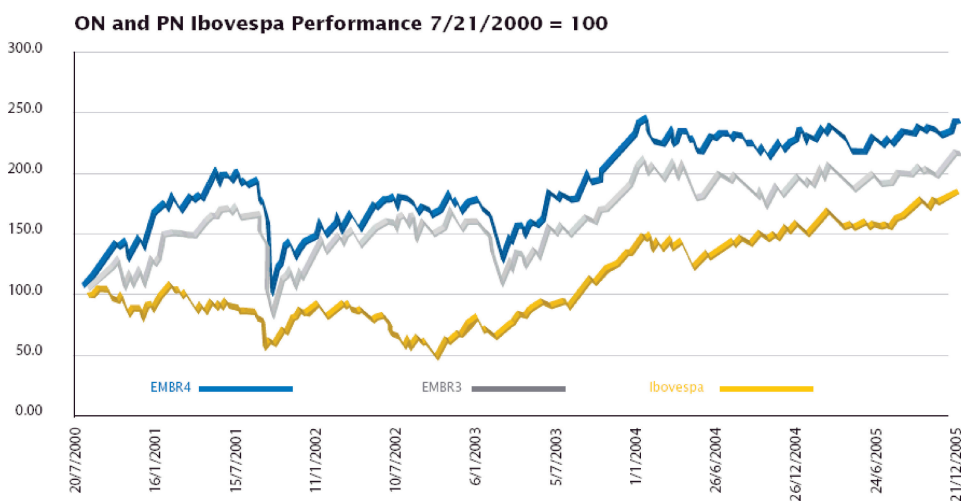
In addition to being subject to the Novo Mercado regulations that include rules on corporate governance, Embraer has adopted and observes a disclosure policy, which requires the public disclosure of all relevant information pursuant to guidelines set forth by the Brazilian Securities and Exchange Commission—the CVM, as well as an insider trading policy, which, among other things, establishes black-out periods and requires insiders to inform management of all transactions involving the company's securities.

The Results

Embraer's commitment to its investors, its solid management structure and the adoption of best corporate governance practices have together clearly had an important impact on the company's market value in recent years. At the end of 2005, Embraer reported significant milestones. Net sales increased 11.3% from 2004 to 2005, reaching US\$ 3.829 billion—the highest ever recorded in the company's history. Net income in 2005 reached US\$ 445.7 million, 17.2% higher than in 2004. Net cash on 31 December 2005 was US\$ 360.1 million compared to net cash of US\$ 22.1 million at

the end of 2004 growing more than 16 times. Total operating expenses, including profit sharing and research and development expenses, were US\$ 650 million for the year ending 31 December 2005, up 3.38% from US\$ 629 million for the year ending 31 December 2004.

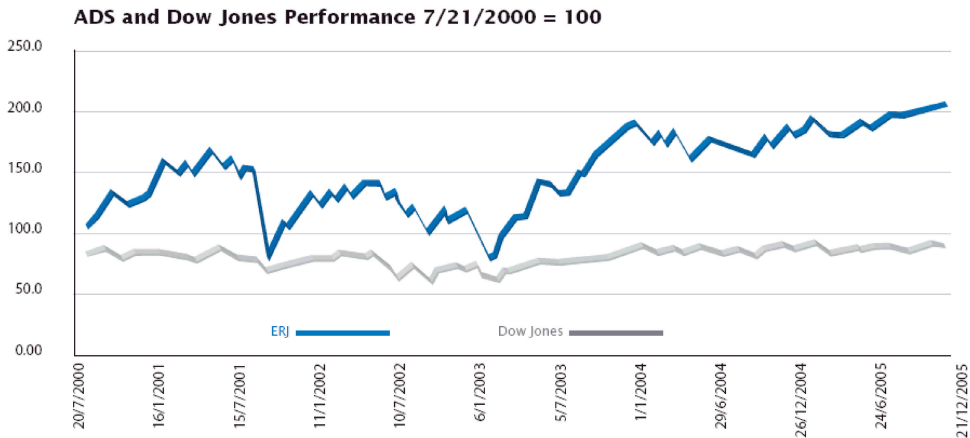
Over this period, Embraer generated significant wealth for its investors—market capitalization has grown US\$ 4.8 billion in the last six years, from US\$ 2.2 billion as of December 1999 to US\$ 7 billion as of December 2005 (between 2004 and 2005, market capitalization grew 16.67% from US\$ 6 billion to US\$ 7 billion). In that same period, Embraer distributed US\$ 943 million in dividends to its shareholders. In the same period its share price appreciated 157% and increased from R\$ 7.01 in December 1999 to R\$ 18.00 at the end of 2005, while the Ibovespa Stock Index appreciated only 98% (between 2004 and 2005, the share price appreciated 14% from R\$ 15.80 (common shares) to R\$ 18.00).



Similarly, the performance of the company's ADSs listed on the NYSE was recorded as high as US\$ 39.10 during the 2005's last session, an appreciation of 111% since its listing in July 2000.

Embraer's advancements in corporate governance are recognized and well-received by the market. The Institutional Investor Research Group, a pioneering research company in Latin American stock markets, awarded Embraer first place in the Best Buy-Side Investor Relations Survey in 2005. This ranking was based on compiled opinion survey results from 53 buy-side investors and 59 sell-side analysts.

The market has also recognized Embraer's transparency standards as exceptional. Embraer was selected as one of ten finalists for seven years in a row—and the winner in



2000—of the Financial Statement Transparency Award given by the National Finance, Management and Accounting Executives Association in Brazil. In addition, the Brazilian Listed Companies Association (ABRASCA) ranked Embraer among the top ten finalists for the 2005 edition of its annual report.

Finally, Embraer's emphasis on high social and environmental standards has also been recognized, as demonstrated by outranking of its industry competitors on both the Dow Jones Sustainability Index and the BOVESPA Corporate Sustainability Index.

Embraer believes that having high levels of corporate governance is a journey, not a destination. Over the past three years, many improvements on the company's corporate governance practices were implemented, including the conclusion of its restructuring process during the first half of 2006. Embraer is currently undergoing a transition period from being a company with defined ownership to having dispersed shareholding. The company is committed to making the necessary adjustments to meet the new market demands. With the highest standards of corporate governance and transparency, Embraer hopes to stay an investor-friendly company for years to come.



Ferreyros

Ferreyros was founded in 1922 by four friends. The company's principal activities are: the import and sale or rental of machinery and equipment and product support through the sale of spare parts and the provision of workshop services. In 1942, Ferreyros incorporated the distribution of Caterpillar machinery and equipment into its business portfolio, and today this is far and away its core business, representing 88% of sales in 2005. Several other well-known product brands are also in its portfolio.

Ferreyros as of December 2005 had approximately 1,200 employees and 700 shareholders. To date, the 5 Peruvian pension investment funds (AFPs) hold more than 40% of the company's shares. The following is the list of shareholders having more than 5% of the shares, which includes 4 of the pension funds:

- Integra - FONDO 2 - 11.40%;
- Nueva Vida - FONDO 2 - 10.03%;
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. - 9.63%;
- Horizonte - FONDO 2 - 9.17%;
- Horseshoe Bay Limited - 6.46%; and
- Profuturo - FONDO 2 - 6.00%.

As of the end of 2005, there were only six investors with more than a 5% stake. All other investors hold less than 5% with 43.7% of shares as free float. The company's shares are included in the Lima Stock Exchange Index.

Ferreyros's market capitalization reached US\$ 191 million by the end of July 2006, representing an increase of 62% as compared to US\$ 118 million as of the end of 2005. The year-end market capitalization figure for 2004 was similar to that of 2005. Ferreyros's annual turnover is more than US\$ 300 million.

Company Overview and Strategy

Ferreyros's pattern of ownership and control has experienced significant evolution. The number of shareholders and the structure of their holdings have changed over time. The first generation of founding partners passed on their ownership to a second generation, where not everyone was interested in participating in the business. At this later stage in the company's development, its controlling shareholders determined that Ferreyros should: i) turn over company management to new professional managers; ii) register its shares at the Lima Stock Exchange (BVL) to attract and facilitate the transfer of Ferreyros's stakes to new owners; and iii) institute corporate governance improve-

ments to attract investment and improve the company's controls and performance. That is how and why Ferreyros initially entered the BVL in 1971 and eventually turned into a company with a wide and diverse base of shareholders.

In the early 1990s, the company determined that in order to sustain its growth, its participation in the Peruvian capital market should not be limited to the issuance of shares, but would also include the sale of bonds. Thus, in 1994, its first bond issue of US\$ 5 million was authorized. Since then, there have been 4 bond issues (1994, 1996, 1999 and 2002). In 2001, a commercial paper program was registered. Over a period of two years, a total of 11 issuances were placed for US\$ 49 million. In 2004, another bond program was registered, under which 5 issuances were placed for US\$ 50 million. Every time Ferreyros issued these instruments in Peru, it was rewarded with an over-subscribed demand, sometimes amounting to as much as 3 times the amount issued. In March 2006, at the Annual General Meeting, shareholders approved the registration of a mixed bond and commercial paper program of up to US\$ 90 million.

Corporate Governance

In order to include a diversity of experiences and to encourage a diversity of opinions, the company's by-laws provide that the Board of Directors must be made up of 8 to 12 members. Currently, the Board is composed of 8 directors, each with different professional expertise, thus contributing to better decision-making on behalf of the company.

For many years, the company had two independent directors. In the 2005 election for the Board of Directors, three independent directors, selected by the pension fund managers, joined the company. Today, there are four independent directors. Also, since 2005, the number of Board committees increased from 1 to 3, namely: the Committee of General Management and Corporate Governance; the Audit Committee; and the Organizational Development and Human Resource Committee. Each committee is composed of 5 directors, one or two of whom are independent. Their sessions are held quarterly or semi-annually.

The Board of Directors holds monthly sessions, which are carefully minuted. Board sessions in the last few years had more than 80% attendance. The remuneration of the Board of Directors is determined based on the results obtained by the company. The by-laws stipulate that the Board of Directors is entitled to 6% of freely available profits. There is no other form of remuneration whatsoever for Board members. Board member remuneration and executive compensation as a whole is disclosed in the annual report as a percentage of the company's total income. Approximately 25% of executive compensation is determined based on the company's results.

The company has clearly defined all functions of the Board of Directors, the Chairman and management. The Board of Directors is considered by the management

as an entity that adds great value and is responsible for approving the company's strategy. The Board of Directors oversees the management's performance and prepares a report to the shareholders on such performance, a copy of which is included in the company's annual report. The Chairman of the Board must be someone other than the Chief Executive Officer. Senior managers are selected by the CEO. The market is kept informed about important matters in a timely fashion through the publication of "Hechos de Importancia" (material events disclosure). Finally, from an organizational point of view, the Corporate Governance Committee is responsible for design and oversight of governance programs in Ferreyros.

To ensure information quality and transparency, an internal audit department is in place and reports to the Board. Financial statements are audited by an audit firm selected by and accountable to the Board, pursuant to powers granted by the Annual General Meeting. To this effect, a contract policy was adopted providing the possibility of annual contract renewals and the extension of renewal terms up to 5 years requiring a more thorough assessment of the level of service satisfaction and, in any case, requiring an audit partner and/or staff rotation. As good corporate governance recommends, the company refrains from hiring the external audit firm to perform services other than the audit of financial statements. Legal and tax consultancy services are provided by other unrelated firms.

The company has adopted an "Internal Code of Conduct to ensure compliance with obligations resulting from the registration of securities with the Public Registry of the Securities Market". These rules reflect the company's policy of openness and best disclosure practices. The Code lays down internal procedures that allow the company's stock market representative to disclose material facts to the market within the required time. This same Code establishes the company's stock trading policy, spelling out obligations and procedures for directors, officers, employees and advisors who deal with privileged information. The company's Code clearly prohibits the misuse or unauthorized disclosure of inside information and penalizes insider trading on that basis.

The company notifies the market of material events one day after they have occurred, issues quarterly financial statements and yearly audited financial statements. Ferreyros began publishing its quarterly releases with company financial results many years before any laws required such disclosure and before corporate governance voluntary principles were adopted in Peru. Since 2004, Ferreyros includes a statement on the degree of compliance with corporate governance principles in every annual report.

Ferreyros posts its annual report on web pages accessible to the public. The company's ownership structure is also disclosed, listing those shareholders that hold more than 5% on its website, as well as on the website of Peru's Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV—the Peruvian securities market regulator). Any change in these holdings is reported immediately. The number of shareholders having

a specific range of shares (over 5%, between 1 and 5%, less than 1%) is also reported in the annual report. No bloc agreements among shareholders exist.

Privately, the company participates in meetings with institutional investors organized by investment banks, delivers a yearly presentation to Peruvian pension fund managers (the country's most important institutional investors) and holds individual meetings with institutional investors at their request or when placements are to be made.

In 1997, the company's shareholders approved the dividend policy, which is observed every year when shareholders approve the profit sharing for the financial year. The dividend policy states that cash dividends will amount to 5% of the capital or a ceiling equal to 50% of freely available profits. The remainder will be capitalized and distributed as stock dividend. With regard to minority shareholders, the company will put all its efforts to notify them of any receivables in the form of cash and stock dividends.

Since 2001, Ferreyros has taken on a corporate governance leadership role to advance better corporate governance practices in the country as a whole. It has done so through its active participation in Procapitales—an association that promotes corporate governance and has participated in the elaboration of the Corporate Governance Principles for Peruvian Companies, led by CONASEV.

The public and the business community recognize Ferreyros's success in implementing good governance. The company's executives receive invitations to talk about their case in at least two seminars every year. Most recently, Ferreyros received the title of "Best Treatment of Shareholders" from Procapitales and Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas in May 2006.

The next steps to further improve governance at Ferreyros are to launch a program for evaluating the Board and CEO.

Results

Ferreyros's successful issuances on the Peruvian capital markets and the historically high demand for the company's shares are largely attributable to the corporate strategy of combining efficient succession plans with adoption of a business model based on professional management and the highest regard for corporate governance principles. For Ferreyros, this meant making the necessary changes to:

- Uphold shareholders' rights;
- Ensure equal treatment for all shareholders;
- Provide unfettered access to information;
- Guarantee information transparency, quality and timely disclosure; and
- Establish an efficient and professionally-skilled Board of Directors.

In accordance with Peruvian accounting standards, net sales for the first semester of 2006 were US\$ 221 million, up 43.6% from the same period last year. Net income jumped from US\$ 3.1 million in 6 month period of 2005 to US\$ 14.5 million this year, a whopping 376% jump from the same period last year. EBITDA in the first semester of 2006 was US\$ 30 million, compared to US\$ 15.4 million in the same period last year. This is a 96% increase over one year.² Other financial figures include:

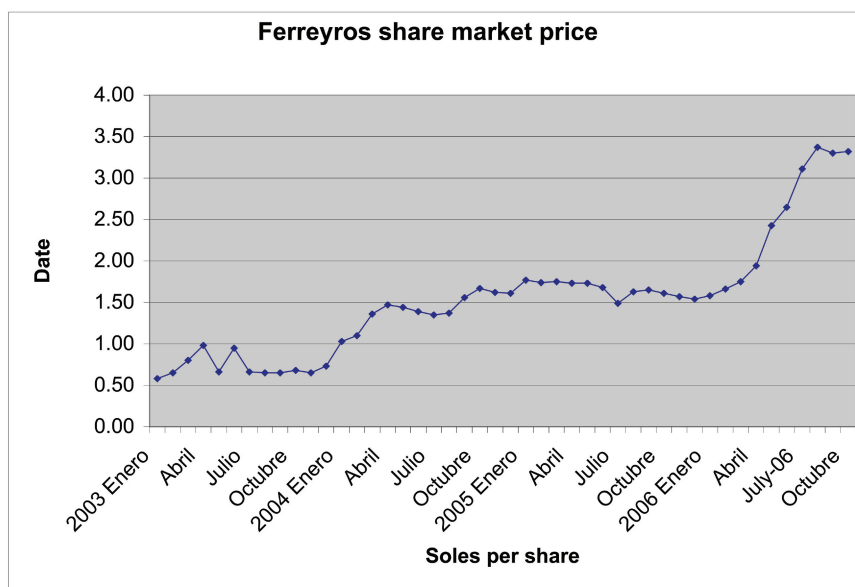
■ Net operating revenues:

- 2004 – Nuevos Soles 929 million / US\$ 282 million;
- 2005 – Nuevos Soles 1,115 million / US \$338 million;

■ Net costs and expenses:

- 2004 – Nuevos Soles 169.8 million / US\$ 51.5 million;
- 2005 – Nuevos Soles 168.6 million / US\$ 51 million.

Throughout its 84 years of existence, Ferreyros has witnessed and taken part in many economic crises in Peru—a common situation in the entire region. And more than once, it has seen competitors and clients leave the market. Ferreyros's foundation of good governance—based on the access to capital sources, clearly defined strategies and values, and professional management capable of responding to changing environment—has allowed it to survive periods of economic turmoil and always get back on the track of growth. Recent history shows how Ferreyros considerably recovered after the 1998-2001 economic crisis in Peru. After its sales fell to a little over US\$ 200 mil-



² All figures stated in US dollars here are approximate and do not reflect accurately currency fluctuations. These are Q1 2006 Peruvian Nuevos Soles figures stated in US dollars, calculated using June 2006 exchange rates.

lion, net sales closed in 2005 at the level of US\$ 330 million. The price of shares has shown a very favorable evolution as indicated in the chart below.

To conclude, Ferreyros considers corporate governance to be a process, a journey, rather than a final destination. For this reason, even though it is aware of the significant progress it has made, as well as of its perceived status as a forerunner, it is still committed to the ongoing implementation of best practices.



INVIRTIENDO MÁS EN LA VIDA
ISA ENERGÍA Y TELECOMUNICACIONES

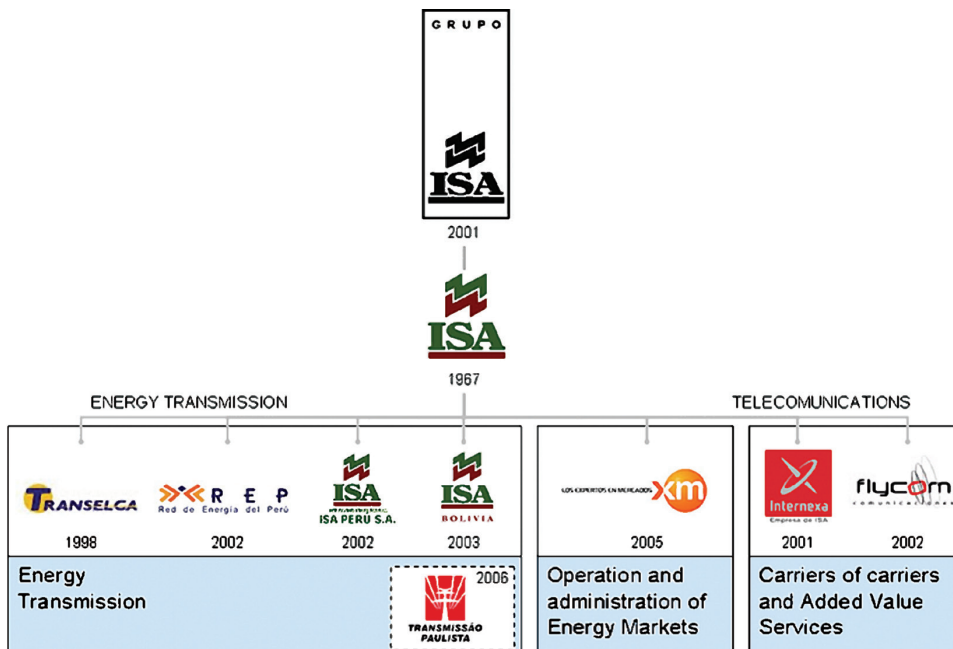
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Founded in 1967, Grupo ISA is Colombia's largest energy transport company and a mixed-ownership public utilities company. It was originally established as a wholly-owned state company to connect the various regional transmission grids existing at that time in Colombia. As discussed below, in February 2001, it opened up its share capital to the public, part of a continuous and successful process of introducing good corporate governance practices—a process that has been an important contributor to the company's growth and profitability. Thirty-nine years after its creation, ISA now owns 36,307 km of the grid and is one of the major international energy transmission companies of South and Central America.

Through Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (the group's parent company) and TRANSELCA, ISA owns 84% of the 220 kV and above transmission grid in Colombia. Additionally, through its affiliate XM Compañía de Expertos en Mercados, it is responsible for the operation of the national grid system, for management of the wholesale energy market and for managing energy transactions with Ecuador. Through Red de Energía de Peru (REP), ISA Peru and Consortium Transmantaro, the company owns 83% of Peru's national grid. In Bolivia, through ISA Bolivia, ISA owns 51% of the Bolivian grid. In Brazil, ISA owns 50.1% of the common shares of the Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista—CTEEP, which owns 18% of the national grid. It also provides international connections between Colombia and Venezuela, Colombia and Ecuador, and Peru and Ecuador. ISA owns a 12.5% stake in Empresa Propietaria de la Red (EPR) of Central America, a company responsible for the design, construction, assembly, start-up, operation and maintenance of the SIEPAC Project, a 1,830 km network of 230 kV transmission lines. It owns two telecommunications companies in Colombia: Internexa and Flycom Comunicaciones; Internexa in turn owns a 50% stake in Transnexa S.A. EMA, Empresa Binacional Andina de Telecomunicaciones del Ecuador. ISA Group's structure is presented below.

Company Overview

The Republic of Colombia is ISA's majority shareholder, with 59% of outstanding shares. Currently, 28.19% of shares are held by private investors and regarded as free float. Such shares are not entitled to tag-along rights in the event of a sale of the government's shares.



Shareholders	Number of Shares July 31-2006	%
Traditional Investors	689,590,319	71.807%
The Republic Of Colombia	569,472,561	59.299%
Empresas Públicas de Medellín (EPM) – the largest utility company in Colombia	102,582,317	10.682%
Empresa de Energía de Bogotá (EEB) – Bogota electricity company	17,535,441	1.826%
Private Investors	270,751,364	28.193%
Individuals	131,420,780	13.685%
Institutional Investors	107,709,722	11.216%
Corporations	17,983,484	1.873%
Foreign Investment Funds	8,919,778	0.928%
ISA ADR Program	4,717,600	0.491%
Total	960,341,683	100.00%

Through the program “ISA Acciones Para Todos” (ISA Shares for All), 62,016 shareholders were able to purchase 13.33% of the company’s shares for a total value of US\$ 60 million after its initial offering of shares to the public in 2001. This made ISA the first public utilities company registered in the Colombian Stock Exchange and the second largest company in the country by number of shareholders.

The key factor in the success of ISA’s share issuance to the public was the “Declaration of the Nation in its capacity as Majority Shareholder of ISA,” signed by the Republic of Colombia on 15 December 2000. This Declaration aimed to protect the interests of minority shareholders on crucial issues such as dividend policy, information disclosure, share liquidity mechanisms and representation of minority shareholders

in the Board of Directors, among others. This document marked the first step in the adoption of good corporate governance practices in Colombia.

Following the success of “ISA Shares for All”, new share issuances took place in 2002 with a total value of US\$ 62 million. After these issuances, 90,000 investors now held 24.3% of the company’s shares, thereby strengthening ISA’s position in the capital market. With a view to increasing transparency, implementing best global corporate governance practices and attracting more shareholders, ISA registered a Level I ADR in the United States in 2003.

ISA has 661 employees. Its market capitalization was US\$ 2.3 billion as of 30 June 2006. On 31 December 2005, its market capitalization was US\$ 2.2 billion, 120% more than on 31 December 2004 when it was US\$ 1 billion.

Corporate Governance

ISA attaches great importance to its shareholders. On 15 November 2001, it adopted a Corporate Governance Code based on international standards and aimed at ensuring the ethical integrity of the company and proper management of the company’s affairs. The goals of the Code are to:

- Foster an environment of respect for its investors;
- Establish open management to guarantee the transparency of its operations and dealings; and
- Develop systems and mechanisms for monitoring adequate and accurate management control.

This Code brought together and further developed management control practices, measures and mechanisms the company already had in place for many years. It is important to highlight that all the subsidiaries of ISA Group that issue securities in the public markets of Colombia, Peru and Brazil fully comply with corporate governance policies currently applied in each of these countries.

ISA’s Board of Directors has seven members. Each director is elected based on aptitude, knowledge, experience and leadership criteria. Each director also has an alternate. All Board members and their alternates attend meetings. Four of these members and their corresponding alternates are independent. The Chairman of the Board, also independent, represents the minority shareholders. Three institutional committees support the work of the Board: the Board Committee; the New Business Committee; and the Audit Committee. The Board may establish temporary committees to study, analyze or investigate specific cases. At ISA, the positions of CEO and Chairman of the Board are filled by different individuals.

The CEO is selected by the Board based on aptitude, knowledge, experience and leadership criteria. The CEO is evaluated annually by the Board against progress made in the achievement of objectives established in the company's strategic plan. Throughout its 39-year history, ISA has had only five CEOs, an exceptional achievement among companies partly owned by the state.

The Annual General Meeting sets the Board's remuneration, stipulating a sitting fee equivalent of three monthly statutory minimum wages (US\$ 530) for each meeting attended. The Board of Directors through its Board Committee determines management compensation. Management compensation has two components: fixed salary paid on a monthly basis and other bonuses linked to performance and achievement of goals. The amounts paid both to the Board of Directors and management are disclosed to the market on a collective basis. ISA does not have any stock options plans for its management, employees or directors.

ISA's external auditors are accountable to the Board of Directors and the Audit Committee, while the chief of internal audit reports to the CEO and Audit Committee.

For ISA, corporate governance is neither fashion nor a temporary trend. ISA has worked to instill in its employees and senior managers the seriousness and importance of duties and obligations consistent with good corporate governance practices over the long-term. This commitment is also incorporated into ISA's by-laws and policies that govern the company's day-to-day operations. ISA's commitment to good governance was recognized by the corporate governance award it received from ANDESCO (National Association of Utilities Companies) in 2006. The company's general counsel is in charge of corporate governance policies and practices in ISA.

The best way of showing to the market, our shareholders, customers and other stakeholders that ISA is committed to good governance practices is through complying with commitments made with respect to the following:

- **Information disclosure:** In every Annual General Meeting, performance evaluation report on the Board of Directors and the CEO and governance Code compliance and development report are submitted in addition to all other statutory reports.
- **Shareholder service center:** ISA has a shareholder service office charged with assisting and replying to shareholder requests. This is done through the following:
 - Shareholder service offices in Medellín and Bogotá, which provided help to 278 shareholders in 2005, and received 781 telephone calls;
 - Shareholder toll-free helpline, which received 55,292 calls in 2005 (with an average of 219 calls per day);

- E-mail based service: 1,348 e-mail requests were received in 2005 from shareholders;
 - At least twice a year, shareholders receive a newsletter with information on company achievements and results, ISA's performance in the market and other matters of interest. Fifteen publications were issued in 2005—nine monthly reports with financial results and six relevant news items; and
 - Quarterly meetings are held with securities analysts and institutional investors in three main cities of Colombia (Bogotá, Cali and Medellín) to provide information regarding ISA's management and financial results.
- **Information provided to the public:** Investors and the public can access financial information on ISA's website. This information is updated quarterly and is the same as that submitted to the Board. It covers issues such as financial results, debt reports, warranties issued, credit risk assessments, reports submitted to the US SEC, shareholding, share trends, dividend payment date, terrorist attacks against pylons, new projects, Board members, tax inspection reports and reports from risk assessment companies.
 - **Mechanism for Code monitoring:** ISA has designed an IT tool that allows the public to check, via the website, the level of compliance and implementation of each of the commitments and activities established in the Code. This ensures transparency and accountability of the company's employees regarding corporate governance practices.

Currently, ISA is in the process of updating its Corporate Governance Code.

Results

Based on Colombian GAAP, in 2005, the ISA Group registered a total turnover of US\$ 472 million, an EBITDA of US\$ 307 million, operating revenues of US\$ 214 million and net income of US\$ 88 million. The EBITDA margin of the company was 65%, with net margin of 18.6%. In June 2006, ISA's assets totaled US\$ 5.0 billion and liabilities accounted for US\$ 2.3 billion, to give a net worth of US\$ 1.3 billion. ISA's historic financial results are presented below:

- Net income:
 - 2004 – Pesos Colombianos 140,015 million / US\$ 59 million;
 - 2005 – Pesos Colombianos 187,179 million / US\$ 82 million;
- Net operating revenues:
 - 2004 – Pesos Colombianos 712,206 million / US\$ 298 million;
 - 2005 – Pesos Colombianos 708,281 million / US\$ 310 million;

- Operating costs and expenses:
 - 2004 – Pesos Colombianos 341,406 million / US\$ 143 million;
 - 2005 – Pesos Colombianos 347,515 million / US\$ 152 million;
- Net cash:
 - 2004 – Pesos Colombianos 151,868 million / US\$ 64 million;
 - 2005 – Pesos Colombianos 56,294 million / US\$ 25 million; and
- Projected cash, according to ISA's budget for FY 2006, is Pesos Colombianos 3,237 million / US\$ 1.5 million.

Shareholders have seen their ISA shares appreciate over 80% year-on-year and received substantial dividends since 2001. In particular, the share price rose 170% from Pesos Colombianos 2,090 / US\$ 0.90 cents in 2004 to Pesos Colombianos 5,650 / US\$ 2.47 in 2005. Shareholders received dividend distributions of US\$ 40.9 million for FY 2005. This is consistent with ISA's dividend policy, which requires that at least 70% of each period's distributable income be returned to shareholders as dividends.



Marcopolo

Marcopolo S.A. (Marcopolo) manufactures bus bodies and their components. The company is the market leader in Brazil with approximately 43% market share and holds between 6% and 7% of the global market. Market capitalization is approximately US\$ 362 million as of 30 June 2006, which is 25% more than it was in 31 December 2004 —US\$ 290 million. Marcopolo's shares trade on BOVESPA (São Paulo Stock Exchange), where they were first listed back in 1974. In 2002, Marcopolo became the first industrial company to have its shares listed on Special Corporate Governance Level 2 of BOVESPA. Marcopolo's shares are not included in any stock index.

Marcopolo was founded in 1949. Its headquarters are located in Caxias do Sul, in Brazil's Southern state of Rio Grande do Sul. The story of Marcopolo's success and global market expansion is integrally associated with its business strategy to adopt good corporate governance. Marcopolo's expansion and growth from an essentially family-controlled Brazilian manufacturer with sales mostly coming from the domestic market, to a professionally-managed and internationally-operated conglomerate with dispersed ownership and worldwide sales, were accomplished more rapidly and effectively with the corporate governance practices and structures that the company solidified beginning in early 2000.

From Family Ownership and Management Control to Dispersed Ownership and Enhanced Board Oversight

Paulo Bellini, current Chairman of the Board, is one of the company's founding partners. In the mid-1960s, José A. F. Martins and Valter Gomes Pinto joined the company. Mr. Raul Tessari joined Marcopolo in the mid-1970s. The four became members of the controlling group. Presently, Bellini, Martins and Pinto control the company through a shareholders' agreement. These three shareholders, with their families, hold together approximately 27% of the total capital, approximately 65% of the voting shares, and 4.8% of preferred shares. Another 27% of the company's total capital is held by institutional investors and the remaining shares among other domestic and foreign shareholders. The company's free float is 43.4% of the total capital (includes voting and non-voting shares). Marcopolo's detailed ownership structure is presented in the chart on next page.

The year 2000 is considered a turning point in Marcopolo's corporate governance history. At that time, the Board of Directors had only three members and was not very active due to the fact that they were simultaneously the executive directors of the company. Then, Raul Tessari, one of the controllers, expressed his desire to relinquish his

Marcopolo S.A. - Ownership Structure - 30/06/2006						
Shareholders	Voting Shares	%	Non-Voting Shares	%	TOTAL	%
Controlling Group						
Paulo Pedro Bellini	12,312,569	28.83	2,295,102	3.29	14,607,671	13.00
Partibell - Part. Adm. Ltda	2,920,329	6.84	-	0.00	2,920,329	2.60
Jose Antonio Fernandes Martins	5,241,788	12.28	751,409	1.08	5,993,197	5.32
JM Part. e Adm. Ltda	1,279,054	2.99	-	0.00	1,279,054	1.14
Valter Antonio Gomes Pinto	4,685,954	10.98	109,678	0.16	4,795,632	4.27
Vate Part. e Adm. Ltda	1,260,815	2.95	-	0.00	1,260,815	1.12
Subtotal Control Group	27,700,509	64.87	3,156,189	4.53	30,856,698	27.46
Subtotal Family Members	116,060	0.27	150,257	0.22	266,317	0.24
Subtotal Other Brazilian Shareholders	14,886,649	34.86	34,292,608	49.22	49,179,257	43.76
Subtotal Foreign Shareholders	-	0.00	32,074,617	46.04	32,074,617	28.54
TOTAL	42,703,218	100.00	69,673,671	100.00	112,376,889	100.00
Proportion	38.00%		62.00%		100.00%	

executive role and remain only at the Board. At the same time, Bradesco-Templeton, an active institutional investor and important shareholder, wanted a Board seat, although its stake was not large enough to legally entitle it to elect a member. The combination of the shareholder Raul Tessari's willingness to move to the Board and Bradesco-Templeton's aim to participate with Marcopolo and thus contribute more effectively in the creation of value, led to the restructuring of the company's Board.

At the Annual General Meeting of April 2001, shareholders approved the new Board of Directors with six members, three being external and two of them considered independent, according to the definition of "independence" established by the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC). Immediately, the new Board began to act.

In April 2002, already under the new Brazilian Corporate Law, the controlling shareholders of Marcopolo gave a fine example of good corporate governance practice. Brazil's recently amended Corporate Law approved by Congress in October 2001, established that during the first five years when the amendments enter into effect, preferred shareholders could elect a Board member only from the three person nominee list provided by the controlling shareholders. In the case of Marcopolo, the controlling shareholders allowed the preferred shareholders to freely elect their director representatives, without requiring adherence to the more restrictive requirement.

Also in 2002, a very important event for Marcopolo took place. Brazil had general elections, and there was genuine concern about what would be the economic policy of

socialist Presidential candidate Mr. Lula da Silva, who was leading in the polls at that time. Given these circumstances, the Board considered that Marcopolo's debt was above the safe level and therefore the Board approved a new equity issue in order to provide an extra cushion of liquidity.

It became clear to the Board that, for the new equity issue to be successful, it had to include additional protections for investors. Therefore, the Board approved the listing of Marcopolo's shares on the Special Corporate Governance Level 2 of BOVESPA, granting tag-along rights of 100% to ON (voting) shares and 80% to PN (non-voting) shares. The commitment to good corporate governance practices and the company's strong fundamentals resulted in a very successful offering raising R\$ 98.0 million, equivalent of US\$ 25.0 million, despite the negative environment for investments in Brazil at that time. The offering was concluded one week before the first round of elections.

Shortly after the successful issuance, in 2004, Raul Tessari decided to sell his voting shares, consequently leaving the controlling group and the Board. The new Board, with an approved composition of six members, was held responsible for the company's corporate governance policies and practices. Among its members, four were nominated by the controllers (two of them engaged in activities outside the company) and the remaining members elected by the minority shareholders and preferred (non-voting) shareholders. The Fiscal Board was elected with three members, two being elected by minority shareholders. To the extent known, Marcopolo is the only Brazilian company where minority shareholders have more representatives than the controlling shareholders on the Fiscal Board.

During 2005, the Board of Directors approved the company Code of Ethics, which included important shareholder protection improvements in regards unauthorized inside information disclosure and other practices that might be interpreted as conflicts of interest. This was welcomed at all levels of company management. Additionally, a Council of Heirs was created to prepare them and the company for the succession process involving founders/controllers group members, their heirs and the company's senior executives. The Board also created four committees to help improve the performance of overall functions, which are: Executive; Auditing and Risks; Innovation and Strategy; and Human Resources and Ethics.

The Annual General Meeting of 2006 marked another important step towards corporate governance best practices: Paulo Bellini stepped down from the CEO's position, remaining as the Chairman of the Board. Jose Rubens De La Rosa, a non-founding (and non-controlling family) member and professional manager was appointed as the CEO.

Company Performance based on Accountable Management and Transparent Business Conduct

The remuneration of the Board members and senior executives is composed of a monthly fixed salary and an annual variable bonus based on the results. Depending on approval by the Annual General Meeting, the executives can be granted a stock option based on the company performance results for the year. The value of the option is deducted from the bonus and the corresponding shares will only be available at the proportion of 1/3 per year within the next three years.

The collective amount of the fixed monthly salary to be paid to the executives is determined during the Annual General Meeting. The total amount is disclosed in the minutes of the Meeting that are published in the legal newspapers, on the company website, etc. The limit on cumulative variable bonus compensation is set forth in the company's by-laws. The actual amount of compensation earned annually is separately disclosed in the company's financial statements.

Marcopolo's common practice is to provide accurate and timely information to the public. In the consolidated quarterly and annual financial statements, the "Management's discussion and analysis of results of operations and financial position" as well as all material information about major corporate events are extensively disclosed and published by the company and filed with the BOVESPA. All financial statements are audited by independent external auditors with recognized competence. The external auditors' opinion is disclosed and published together with financial statements. The external audit firms are rotated according to the law.

Material events, minutes of the Annual General Meetings and minutes of the meetings of the Board of Directors are published in the legal newspapers, filed with BOVESPA and made available on the company's website. The company also publishes its calendar of corporate events every year. Conference calls are held quarterly and, at least once a year, public meetings and presentations are carried out in São Paulo, Rio de Janeiro and Porto Alegre with stockholders, potential investors, financial analysts and other interested parties.

Marcopolo signed with BOVESPA a "Contract of Adoption of Differentiated Practices of Corporate Governance" and, accordingly, made the necessary adaptations required by Level 2 of BOVESPA to its Articles of Incorporation. The copies of the "Shareholders' Agreement" between the controlling shareholders, as well as the rules of the "Stock Option Program" are filed with BOVESPA. The company discloses, in English, the complete set of financial statements prepared according to the US GAAP.

The company keeps adequate systems of internal controls in order to provide protection for the assets of the business. In July 2005, management approved the Code of Conduct, and its contents were disclosed to all employees, who had to

formally commit themselves to observe and comply with the stipulated rules of behavior.

Good Business Combined with Good Governance Gets Results

Marcopolo now not only offers a complete bus body products line but also offers in-house engineering and design services, customizing products to any chassis-maker and to any customer specifications. Customer loyalty, a strong brand and market diversification are important characteristics of Marcopolo's business. Production flexibility and installed capacity enable Marcopolo to deliver large volumes of different products in a short-time span, at competitive prices, using low capital and high inventory turnover. Marcopolo delivers reliable and quality products.

A bus body usually takes up to 800 to 1,200 hours of labor to build. It is a labor-intensive process. Therefore, having motivated and skilled people is essential. Marcopolo values its highly skilled, fully-trained and motivated labor force. Marcopolo employs approximately 11,000 people worldwide.

As part of its strategic plan, Marcopolo had decided to become a global player. The reasons for international expansion strategy are related to the company's needs to:

- Grow at a rate higher than that of the market;
- Diversify economic and political risks;
- Minimize fluctuations in global production due to volatility in regional demands;
- Benefit from economies of scale; and
- Increase returns to investors.

Taking this strategy from plan to action, in the early 1990s the company intensified its move towards globalization and accelerated it in the last few years. Besides the three bus body plants located in Brazil, the company now operates plants in Mexico, Colombia, Portugal and South Africa. Earlier this year, the company announced a joint venture with Ruspromauto, the largest manufacturer of vehicles in Russia. In May 2006, it announced a joint venture with Tata Motors, the largest automobile and truck company in India. Exports jointly with revenues from Marcopolo's operations abroad accounted for 55.5% of total revenues in 2005, up from 52.7% in 2004.

Consolidating Marcopolo's global product market results, Marcopolo's results are rather impressive. The financial statements are prepared in accordance with both Brazilian GAAP and US GAAP. A snapshot of the most recent annual financial indicators is presented below:

■ Net income:

- 2004 - R\$ 85.0 million / US\$ 32.1 million;
- 2005 - R\$ 82.0 million / US\$ 35.0 million;

■ Net operating revenues:

- 2004 - R\$ 1,605 million / US\$ 605.7 million;
- 2005 - R\$ 1,709 million / US\$ 730.3 million;

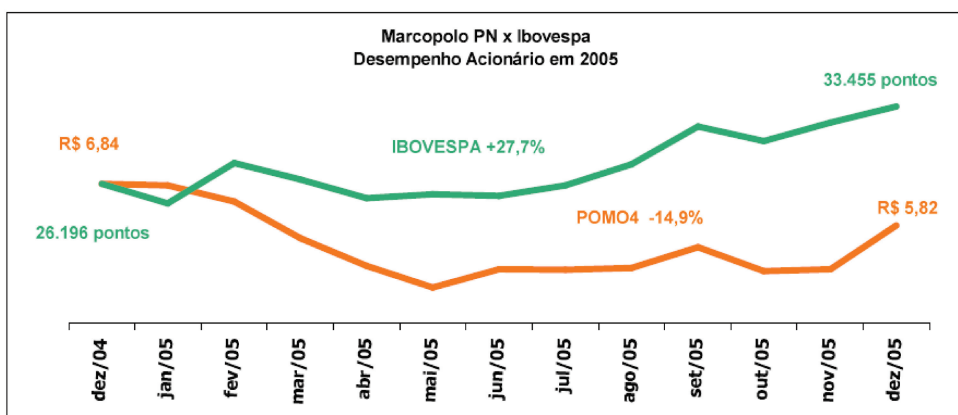
■ Net costs and expenses:

- 2004 - R\$ 1,488 million / US\$ 561.5 million;
- 2005 - R\$ 1,627 million / US\$ 695.3 million;

■ Net cash:

- 2004 - R\$ 186.1 million / US\$ 70.1 million;
- 2005 - R\$ 115.4 million / US\$ 49.3 million.

The company's share price was R\$ 6.84, or US\$ 2.58, on 31 December 2004 and changed only marginally to R\$ 5.82, or US\$ 2.49, by 31 December 2005.



Finally, the company feels very proud that the market, the bus sector within automotive industry and the investment community have repeatedly recognized Marcopolo's business and corporate governance accomplishments, as demonstrated by the following awards:

- 2006 Best Investors Relations Program in the Small- and Mid-Cap company Category, as awarded by IR Magazine, an investor relations publication that holds an annual contest in conjunction with PR newswire and the Brazilian Institute of Investor Relations (IBRI). The award is based on compiled

research results collected from surveys of 850 market investors and analysts, and independently evaluated by the Brazilian Economic Institute and Getulio Vargas Foundation (FGV).

- 2006 Best Executive Director of an Investor Relations Program in the Small- and Mid-Cap Category awarded to Mr. Carlos Zignani from Marcopolo, as selected by IR Magazine in its second annual Investor Relations contest held in Brazil.
- The Best 100 Companies to Work for in 2002, 2003 (4th place), 2004 and 2005 awarded by Exame Magazine.
- Corporate Citizenship Award in 2002 and 2004—awarded by Exame Magazine.
- 2003 Autodata Award for Social Responsibility—awarded by Autodata Magazine.
- Most recognized company of the year 2003 in the autoparts industry—awarded by DCI newspaper.
- Top 100 companies to work for in Latin America in 2004 and 2005—awarded by Great Place to Work Institute of Brazil.
- Foreign Trade Award in 2004 and 2005—awarded by the Brazilian Association of Foreign Trade.

Future Challenges for Marcopolo

Marcopolo began the year 2006 with a solid portfolio of orders that was larger than historical levels. Looking forward, there is cautious optimism about Brazilian domestic market demand, considering that the Central Bank of Brazil may accelerate reductions in the country's benchmark interest rate, possibly yielding a small increase in domestic demand. Adequate credit supplies at reasonable interest rates are essential to the company's sustainable growth and integral to increased market demand. On the international side, demand is expected to remain stable.

Marcopolo has chosen internationalization as the means for consolidating its growth. This strategy includes rethinking possibilities for expanded exports and increased manufacturing of parts and components by Marcopolo overseas. The company's international expansion posts some challenges, mainly in terms of human resources. Further, there remain challenges of competitiveness and business environment stability. To ensure competitiveness and minimize the adverse impact of any dramatic changes in policy or markets, the company will re-double its cost control and management efforts and has already diversified its markets and client portfolio so that none represents more than 5.0% of sales. This strong effort by the executive management could lead to higher margins in the future.

The current shareholders' agreement expires in 2007. Renewal is an important factor for investors. Management succession is still an open issue, as succession plans are still not defined. The company's by-laws need to be modernized to incorporate improved corporate governance concepts. The recently created Board committees are still in a steep learning curve, but their results should be evident in the near future. The strong corporate culture and the engagement of the controlling shareholders with the company's operations are important factors to determine the pace of corporate governance progress at Marcopolo.



Natura

At business meetings with Natura's founders—Antonio Seabra, Guilherme Leal and Pedro Passos—a question was always raised: “When will the company go public?” The company started with a small store, in the late 1960s, using an initial capital equivalent to the price of a Volkswagen Beetle at that time. Around 2000, Natura was setting new standards for its industry and for the national business culture. Natura today has 4,128 employees.

Natura was already considered a success story. It was already a leader in its industry, as one of the five most valuable Brazilian brands, and it showed a consistent growth in both sales margins and EBITDA.

What would crown such success, in the market's eyes? Going public would. However, an initial public offering (IPO) was not so obvious an option. The company generated enough cash to maintain and expand its businesses. The way controlling shareholders ran the company inspired trust in the market, attracted good employees and enchanted consumers. Who could ask for more? The demanding founders of Natura could.

The decision to go public was rooted not in a financial need, but in a deep desire to perpetuate not only Natura's businesses, but also its way of doing business. For many years, financial success was only part of Natura's mission. The company was guided by a triple bottom line when assessing its own performance: social and environmental, corporate responsibility and financial results. Natura's owners wanted to be sure that this way of running the company would survive them.

Natura went public opening a new era for Brazilian capital markets. The company's successful IPO was a sign that the market would welcome good companies and good governance, even when the economy faced tough times.

The Beginning

Natura is the leading company in the Brazilian cosmetics, perfumery and personal hygiene products sector. Committed to the quality of its relationship with stakeholders, Natura established a sustainable development business model, focused on constant innovation and improvement of its products.

Since its foundation in 1969, Natura has held a passionate view of its products. The company sees learning about cosmetics as a way of achieving self-knowledge with a transforming power in people's lives.

Ten years later, the company made the choice to sell its products directly to its customers, a strategy which proved to be one of the main reasons for its continued success.

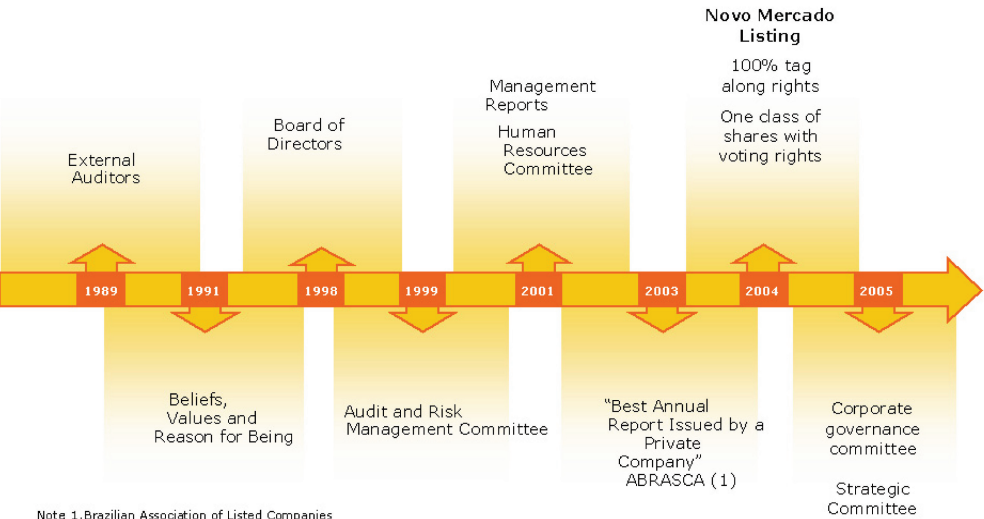
The company grew steadily during the 1980s, and then underwent a broad restructuring process.

In the mid-1990s, Natura launched itself abroad, starting up distribution centers in neighboring countries, such as Argentina, Chile and Peru.

The company's so-called third cycle started in 2000. Natura received huge infrastructure and training investments. An enormous complex of factories, offices, research and development (R&D) and entertainment facilities was built. The company also launched the Ekos line, a new concept in products generated from the flora and the biodiversity of the Amazon region, harvested in a sustainable manner.

A Consistent Path to Corporate Governance

Natura has a substantive history behind its path towards good governance practices. Since the beginning, its three commanders have focused their efforts on perpetuating the company. They decided to pursue actions that would increase the company's credibility in the market, boosting its performance through a challenging management and, overall, building a participative and democratic corporate environment.



When Natura finally decided to go public, the company had already come a long way in implementing good management practices and had a very well-structured governance platform. Its financial reports were prepared in accordance with US GAAP; its Board of Directors included external directors, the Audit Committee was also chaired by an external director and an investor relations department was in place.

When Natura considered on which stock exchange to list its shares, its choice was clear. Natura decided to voluntarily adhere to the listing requirements of the Novo Mercado (New Market), the most demanding special corporate governance segment of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange). In the Novo Mercado, companies agree to adopt governance practices beyond Brazilian regulatory requirements, providing greater transparency and strengthening the rights of minority shareholders. Novo Mercado companies may issue only voting shares, and must guarantee minority shareholders tag-along rights when transferring the controlling stake.

A Turning Point for Brazilian Capital Markets

Natura's shares were launched on the Novo Mercado in May 2004, a tough time for the Brazilian economy as well as for global markets. The BOVESPA Stock Index had fallen 14% in US dollar terms, and even the Dow Jones Index slipped 3%. But the market showed that it could recognize value in a solid business that offered good governance and, therefore, less risk to investors.

Natura's IPO was a success: it drew around 5,000 investors, and the stock's demand was 14 times the number of shares offered. This demand helped raise the share price in the aftermarket, resulting in an 18% gain in the first day. Even before the IPO, the demand for Natura's shares seemed strong. During a pre-IPO, in an international road show, the number of orders (174) was higher than the number of investors visited (170). The company's IPO, the first in Brazil since January 2002, also signaled the beginning of a renaissance of the country's stock market. The IPO was followed in May 2004 by a second offering that raised R\$ 768,120,636.³

Today, 73.5% of Natura's shares remain held by controlling shareholders, while 23.9% is held by institutional investors and 2.7% by non-institutional private investors. Accordingly, the total free float is 26.5%. These numbers do not take into account its 1,480,850 treasury shares.

³ It is Natura's policy to prepare and publish all financial data only in Brazilian currency. Thus, all figures in this chapter are presented in Reais. However, for reference of the readers, below are the exchanges rates (in relation to the US dollar) recorded for the specific dates (source: The World Bank Integrated Controller's Systems):

- May 2004 – 2.9150;
- 31 December 2004 – 2.6915;
- 31 December 2005 – 2.3325;
- 15 August 2006 – 2.1595.

Governance at Natura Today

Currently, Natura's Board of Directors is comprised of 5 directors, 2 of whom are external directors. The positions of the Chairman and CEO are separate. To assist the Board to carry out its functions, four committees have been established: Strategy; Corporate Governance; Audit, Risk and Finance; and Human Resources.

The company and its subsidiaries pay the management and the Board members a mix of fixed and variable compensation. The variable component is calculated based on economic-financial, social and environmental targets, and the specific goals are determined by the Board of Directors at the beginning of each year. Additionally, senior management also receives stock options. The total compensation is published in the company's annual report.

The company reports its results on a quarterly basis and also conducts conference calls regularly with financial market analysts. The financial statements are prepared in accordance with the Brazilian Corporate Law and best practices of information disclosure. The company's Investor Relations Department has several meetings with analysts and investors each year in order to discuss business results and material developments in the product markets.

Natura's corporate governance secretary, who reports to the Board of Directors, is responsible for the following functions, deemed important from the governance point of view:

- To facilitate the interface between the Board of Executive Officers and the Board of Directors;
- To help plan the annual agenda of the Board of Directors and define the agenda of every Board meeting; and
- As a member of the Board of Directors' Corporate Governance Committee, to propose improvements to Natura's corporate governance system and to coordinate the implementation of improvements approved by the Board of Directors.

Natura's leadership in corporate governance is well recognized by the market. In 2005, Natura received important awards and recognitions, including the award for *Most Highly Regarded Company* (granted by Carta Capital magazine and Interscience) and the Social Report Award (granted by ABRASCA).

Results

Natura's commitment to its investors, its reliable corporate governance practices and its deep concern about sustainable development led to extraordinary operational results. Its sales grew 33% in 2004 and 117% over the past three years, from approximately R\$ 1.2 billion in 2001 to approximately R\$ 2.5 billion in 2004. Its operations in the rest

of Latin America also evolved consistently, growing 52% in 2004 and 107% over the past three years, in dollar terms, from US\$ 11.6 million in 2001 to US\$ 24.1 million in 2004. Its share in the domestic market went up from 17.1% in 2003 to 19.2% in 2004 and to 21.4% in 2005. Natura's net income grew more than 32% from R\$ 300 million in 2004 to R\$ 397 million in 2005. Other financial information also portrays an impressive growth as indicated below:

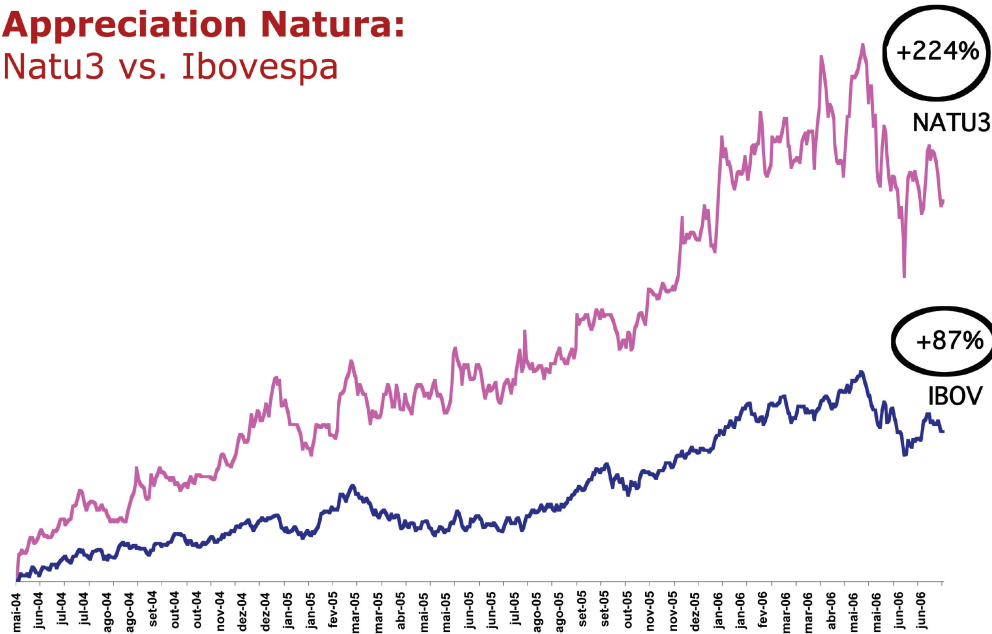
- Net operating revenues:
 - 2004 - R\$ 1,770 million;
 - 2005 - R\$ 2,282 million;
- Net costs and expenses (COGS + SG&A):
 - 2004 - R\$ 1,371 million;
 - 2005 - R\$ 1,750 million;
- Net cash:
 - 2004 - R\$ 97.2 million; and
 - 2005 - R\$ 198.9 million.

Natura ended 2004 with a R\$ 431.7 million EBITDA, 46% higher than the 2003 figure. The company's gross cash generation reached R\$ 385.6 million, which was 60.6% higher than in 2003. Only in April 2005, Natura's shares appreciated 115%, compared to a 31% rise in the BOVESPA Stock Index (Ibovespa) over the same period. Between 31 December 2004 and 31 December 2005, Natura's share price appreciated more than 38% from R\$ 14.44 to R\$ 19.94. Similarly, the company's market capitalization grew more than 37% over the same period from R\$ 6.2 billion on 31 December 2004 to R\$ 8.5 billion on 31 December 2005.

Natura's share price rose 36.9% between 1 January and 15 August 2006 out-performing the following Brazilian stock indices:

- IBrX50 increased 12.8%;
- IBrX100 increased 13.3%;
- ISE increased 13.8%;
- ITAG increased 19.5%; and
- IGC increased 13.8%.

Appreciation Natura:
Natu3 vs. Ibovespa



Note: NATU3 until 07/14/06.



NET

The decision by NET Serviços de Comunicação (NET) in June 2001 to join Level 1 of the Novo Mercado, the corporate governance-based tier of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange), was relatively easy for its owners. But when the time came to consider the next step to Level 2 of the Novo Mercado, the challenges were different. Moving to Level 2 meant NET would have to meet even stricter governance standards. The macro-economic scenario had changed since 2001, and it was clear that the company would need fresh capital in order to meet its obligations and fund its growth. Joining Level 2 would help outside investors and credit rating agencies look more favorably on the firm. The company's principal financial investors, BNDES (National Economic and Social Development Bank of Brazil) and BRADESCAR (BNDES's parent company), asked for changes in the shareholders' agreement to boost the company's corporate governance standards and make it more attractive to new investors. BNDES and BRADESCAR also wanted to ensure that the corporate governance framework would strengthen the company's operating fundamentals over the long run.

After the owners and NET management discussed the future role of controlling shareholders, NET committed to go to Level 2, completing the necessary requirements by June 2002. The owners noticed the importance of corporate governance reforms and the positive contribution they would likely make to the company's financials and market value. Therefore, management also worked closely with Board members to identify market trends that backed up their argument for higher corporate governance standards. Together they sought out feedback from institutional investors on ways that corporate governance reforms should be implemented, while considering its impact on NET's business.

What Motivated NET to Pursue Better Governance

Operating in forty-four large cities in the country including São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre and Brasília with a subscriber base of 1.7 million customers, NET's cable network reaches more than 35,000 kilometers and runs through nearly 7.2 million residential buildings.

NET's strategy is to become the leading provider of entertainment and communications services in Brazil focusing on the residential market. NET aims to maintain its position as Brazil's leading provider of pay-TV services and to continue growing its broadband business. It emphasizes high corporate governance standards and focuses on leading the pay-TV sector through organic growth and consolidation.

Its need for outside capital to fund the construction of its infrastructure in the mid-1990s provided the initial impetus for NET to introduce good governance practices. In 1993 and 1994, two new investment partners, Globopar and Ralph Partners II, joined in with the original partner, Antônio Dias Leite. By 1996, each of these partners held 33.3% of the company's voting shares.

In 1996, the company (then known as Multicanal) raised US\$ 116 million in a domestic/international IPO, listing its shares on BOVESPA and NASDAQ as part of long-term strategy to diversify its funding alternatives. Two years later, the company merged with some pay-TV operators owned by Organizacoes Globo—Brazil's major communications group—and changed its name to Globo Cabo. (In 2002, it changed its name yet again to NET Serviços in order to link the name to the brand name, NET, already well-known by its customers.)

In 1998, the original controlling shareholders decided to strengthen the company's capital base by bringing in two new, large financial investors. As a result, BRADESPAR (the equity arm of Bradesco) and BNDES became part of the controlling group, with the former holding 8% of the voting shares, and the latter 14%. Together with Globo and RBS (the leading media company in the southern part of Brazil), the new shareholders embarked on a long-term strategic plan that would have transparency in the financial markets as a keystone. Both financial investors were clear that in order to continue investing in the business, it would be crucial to have a clear framework of corporate governance.

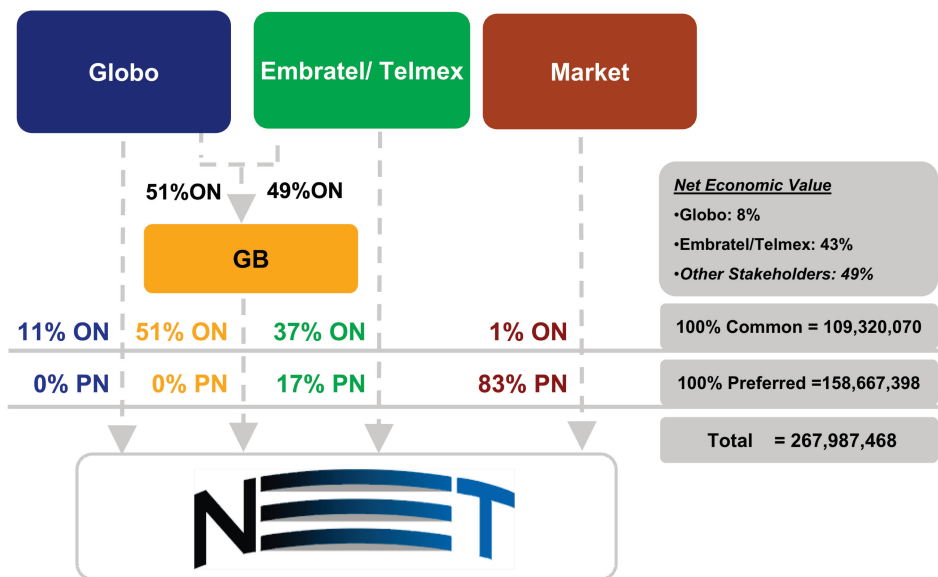
As the business became more mature and the need grew to bring in an additional investor with telecom expertise, it became clear that the advances that had been made in corporate governance also provided the company a competitive advantage when looking for such a technical partner/investor. By the time NET's search for a technical partner/investor was underway, the company was already publicly-held with shares traded on BOVESPA, Nasdaq and Latibex and qualified for the Novo Mercado's Level 2. It had achieved levels of transparency that were internationally competitive and had granted 100% tag-along rights to all shareholders in case of a change of control.

In March 2005, Globo reached a deal with Telmex, which became a shareholder in the company. As Telmex bought a significant part of the equity, BNDES and BRADESPAR left the controlling group. A few months later, BRADESPAR sold its position. BNDES remains a shareholder in the company and is the largest shareholder outside the controlling group. BNDES looks after the interests of minority shareholders currently through its nominated member at the Board of Directors and the Fiscal Board.

Because strong corporate governance standards were implemented in the past in the company, NET's minority shareholders can now monitor the company's performance in a transparent manner. The governance rules also ensure that a balanced decision-making process guides the company's key strategic decisions.

Novo Mercado Level 2

In 2002, new equity-raising activity triggered the second wave of new corporate governance measures, leading the company to join the Novo Mercado’s Level 2. NET then became a pioneer in practicing transparency in its relationship with the capital markets. The company increased its capital by US\$ 387.4 million. As a consequence, financial investors obtained veto power over certain key decisions. Also, 100% tag-along rights were extended to all shareholders (voting and non-voting), along with other requirements of the Novo Mercado listing. Additionally, NET increased its level of free-float shares to almost 50%. However, the vast majority of the free floating shares are non-voting—83% of the non-voting shares, but only 1% of voting shares. About 70% of the free float is held by institutional shareholders. The current ownership structure is presented in the chart below.



One year later, a Disclosure Committee (“Comitê de Divulgação”) was established to make decisions on disclosure-related issues. Also, management started certifying financial statements in accordance with Section 302 of the U.S. Sarbanes-Oxley Act.

In 2004, a project to fully comply with the Sarbanes-Oxley Act by the end of 2005 was implemented and a new internal controls group was set up. Also, the company’s internal audit function was upgraded, and it began reporting directly to the Board of Directors.

A Fiscal Board was established, with powers to perform Audit Committee functions and ensure compliance with the Sarbanes-Oxley Act’s requirements. Its three members are fully independent. One was elected by minority shareholders. NET’s External Auditors are accountable to the Board of Directors.

The Board of Directors and Main Executives

Currently, NET's Board of Directors is composed of 12 non-executives. The positions of the Chairman and CEO, therefore, are separate. Seven directors are nominated by Globo, three by Telmex and, following latest requirements of BOVESPA's Level 2 (effective as of April 2006), two are independent, and one of whom is elected by minority shareholders. Directors are elected for a one-year period and may be reelected. The Board of Directors is also supported by an Executive Committee and a Financial Committee.

NET's executive officers are responsible for all matters concerning the company's day-to-day management and operations. The executive officers are residents of Brazil and may or may not be shareholders of NET. In addition, the company currently employs four senior managers.

All members of NET's Board of Directors and Fiscal Board are entitled to receive compensation for serving on the Boards. In practice, only one independent director and all members of the Fiscal Board receive such compensation.

The aggregate compensation paid and in-kind benefits granted to NET's senior executive officers include the long-term incentive plan, which is linked to operational and financial performance. NET discloses the amount of compensation on a collective basis.

Controlling shareholders understand that in order to be successful in the capital markets one must be fully committed to consistency in communication and transparency. High levels of transparency allow the business to be better understood and priced by outside investors. NET has a Disclosure Committee (formed by the executive officers of the company, including the CEO, the CFO and the CLO) that is very active in assuring a high standard of transparency when conveying key messages to the markets and that closely monitors changes in the demand levels from investors. Together with the Board of Directors, which bears overall responsibility for corporate governance in the company, the Disclosure Committee evaluates corporate governance developments in the marketplace to ensure that best practices will continue to be implemented as they emerge.

Financial Results Summary 2004-2005

The good performance posted by NET in 2005, reported in accordance with Brazilian GAAP, is the result of the organic growth recorded in both pay-TV and broadband customer bases, which is being accomplished without losing focus on profitability. The company is increasing its revenues and, at the same time, managing costs and expenses to ensure return from each new subscriber. During 2006, the company expects to keep cash levels at about US\$ 150 million. Seventeen securities analysts cover the company's equity performance. They are expecting average EBITDA for year-end 2006 to be approximately US\$ 240 million.

In 2005, the company recorded US\$ 56 million in net income, an improvement in comparison to the US\$ 96 million net loss recorded for 2004. Stronger operating results and lower foreign exchange exposure supported this positive change. NET's revenues rose 14% in 2005, reaching US\$ 669 million, versus US\$ 497 million in 2004. This result is due to the increase in both pay-TV and broadband subscriber base and to higher revenue coming from pay-per-view ("PPV"). In the year, consolidated EBITDA reached US\$ 186 million, a 46% jump in comparison to US\$ 128 million for the previous year. Consistent subscriber growth and cost control measures explain the growth. Cash, by the end of the second quarter of 2006, totaled US\$ 135 million, a 6% increase in comparison with the US\$ 127 million recorded at the end of the fourth quarter of 2005. In 2005, there was a 40% growth and costs and expenses totaling US\$ 474 million versus US\$ 339 million in 2004.

The company ended the 2005 with 4,181 employees, a 30% growth in comparison to 2004. This growth was concentrated in the sales and installation departments, representing almost a 100% variable component and sustained by the company's accelerated growth strategy.

Results

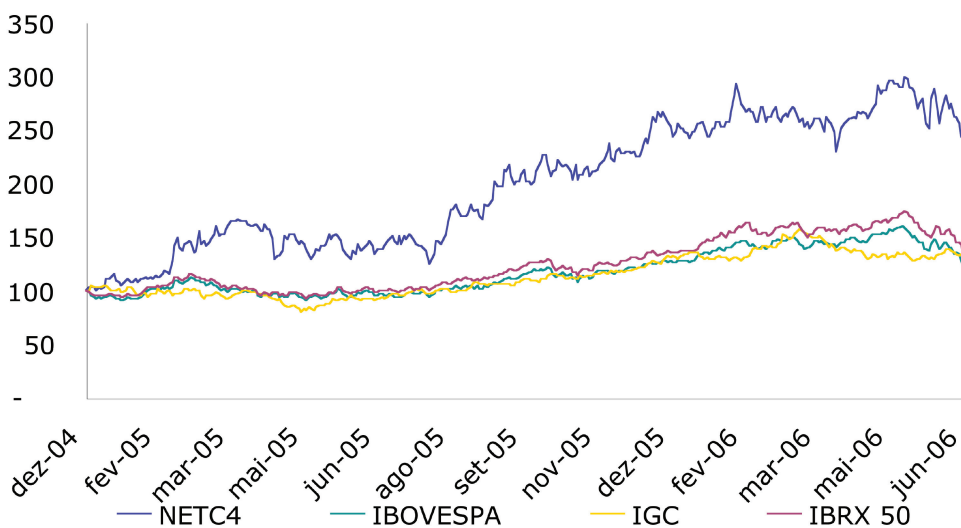
It is always difficult to say with any certainty what drives a company's value in the stock market. However, it is hard to avoid the conclusion that had NET not implemented stricter corporate governance standards, its share price and overall market value growth would not have been as impressive.

In June 2006, NET's market value reached US\$ 2.4 billion, with US\$ 115 million in EBITDA. NET has improved its capital structure and is pursuing growth opportunities on a very solid financial footing. The market is acknowledging these improvements. Two large institutional investors have publicly stated that they each now own more than 5% of the preferred (non-voting) shares. This not only demonstrates that they support the company's current strategy, but also that they are comfortable with the new corporate governance framework.

NET's share price rose 149% from 2004 (R\$ 0.43) to 2005 (R\$ 1.07), and significantly outperformed the Ibovespa, IGC and IBEX50 stock indices, as shown below.

In 2005, the company received two awards, one from Institutional Investor magazine and another from APIMEC-RJ, where the transparency policy adopted was directly recognized. The company has been invited to several groups of companies that discuss and analyze best corporate governance practices with investors and regulators.

In 2006, NET was judged among the Top 5 IR websites by IR Global Rankings and was nominated for the IR Magazine Award 2006 Brazil as one of the companies that demonstrated Higher Evolution in IR.



NET believes that its next steps in improving corporate governance will be dictated by the market. NET's shareholders have clearly demonstrated their commitment to good corporate governance and will most likely support NET's efforts to remain a front-runner in this area.



Suzano

Suzano Group (Suzano) inherited the principles of entrepreneurship, excellence in management, accountability, and commitment to client satisfaction and respect for people, community and environment from the fundamental business philosophy of its founding family, the Feffers. Leon Feffer was a Jewish Russian who immigrated to Brazil after the Russian revolution and his son, Max Feffer, succeeded him and led Suzano until 2001.

When Leon Feffer bought his first paper machine in early 1930s, the group he started in 1924 entered a period of consistent growth and development. After developing the technology to produce pulp from eucalyptus, Suzano industrialized the process during the 1950s. By the 1960s, Suzano was producing paper fully based on pulp from the eucalyptus source. At the beginning of the 1970s, Suzano decided to invest in the petrochemical industry, correctly perceiving that the consumption of plastic in the package industry would increase significantly in the coming years.⁴

Under the management of Max Feffer, after 1999, the group divested from non-strategic positions and established the basis of its growth strategy for the industrial sectors it has chosen to invest in: pulp and paper and petrochemicals. As these two segments are capital intensive, it was important to build a partnership with the capital markets in order to allow for the business growth. In 2001, the pulp and paper and petrochemical businesses, were split into two separate companies, Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica. In 2002, under the direction of the third generation, a thorough restructuring process was undertaken to ensure both businesses would be self-sustainable in the long-term and capable of growing competitively. To achieve this, the founding family wanted to ensure that the group would be free from the risks and limitations of dependency on the controlling shareholders' capital.

Corporate governance standards aligned with best practices were central to both the management and capital markets strategies of both companies. By setting the stage for greater liquidity and an appreciation of the companies' shares, modernizing corporate governance also offered a simple, fair and attractive exit for future generations of the controlling group without impairing the companies' activities.

⁴ The following decades represented an important phase in Suzano's history, when important projects were launched, such as the joint venture with Cia. Vale do Rio Doce to implement the so called Bahia Sul, which today is integrated with Suzano Papel e Celulose, in the pulp and paper business, and Rio Polímeros, the first Brazilian petrochemical complex fully integrated and based on natural gas fractions to produce polyethylene.

Governance Changes as Part of a Global Renewal Process

In 2003, Suzano completed the implementation of a management model committed to both companies' growth strategies. This new model rests on three pillars: (1) family control, which conveys a long-term vision, reputation and common values for the group; (2) professional management and performance monitoring; and (3) partnership with the capital markets. The newly-established Suzano Holding provided the controlling shareholders with a platform to supervise the activities of both subsidiary companies, establishing consistent policies in terms of planning, budgeting, auditing, performance assessment and leadership development.

As a first step in the group's restructuring, a team of professional executives, recruited both internally and in the marketplace, took over management of the two main subsidiaries, Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica, in addition to Suzano Holding itself. The new management structure at Suzano Holding streamlined corporate activities that had been duplicated in the subsidiaries, leading to a 30% cost reduction.

The implementation of the new group management model was paralleled by an important change in the role of the controlling shareholders—they left the executive function to focus on strategic direction and management oversight. Suzano Holding's Board of Directors began to reflect the Family Council of the Feffer family, with certain members of the family, together with well-known independent professionals from the marketplace, named to the Boards and committees of the subsidiary companies. The complete separation of the family's finances from those of the group was also a *sine qua non* condition for the success of the new governance model. This can be summed up in the credo; "one should not live from the company, but from the company's results".

The Changes

a) Suzano Papel e Celulose S.A.

In 2003, Suzano Papel e Celulose listed its shares on Level 1 of BOVESPA's (São Paulo Stock Exchange) special corporate governance-based tier and accomplished the first step of its capital markets strategy with a successful R\$ 443 million / US\$ 151 million public offering, of which R\$ 150 million / US\$ 51.2 million was a primary issuance.

As a result of the offering, the holdings of the controlling group were reduced from 59.6% to 55.2% of the total. As of 30 June 2006, Suzano Papel e Celulose had 3,199 shareholders, including 146 foreign institutional investors, 313 local institutional investors and 2,740 local individual investors. The non-controlling shareholders are not provided with tag-along rights.

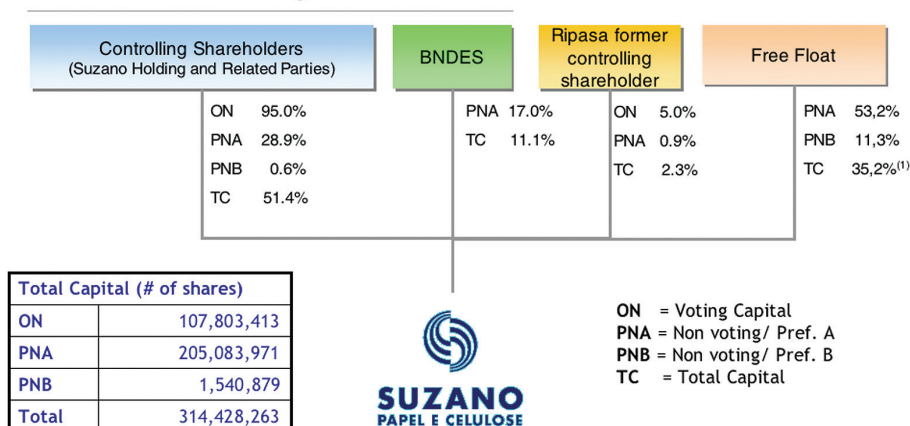
The Chairman of the Board of Suzano Papel e Celulose is the CEO of Suzano

Shareholder	Voting Shares	Preferred Shares Type "A"	Preferred Shares Type "B"	Total Capital
Controlling shareholder and related parties	95.0%	27.5%	0.6%	50.5%
Others	5.0%	0.9%	-	2.3%
BNDES	-	17.0%	-	11.1%
Free float	-	54.6%	11.2%	35.6%

Suzano Papel e Celulose



Shareholders Agreement



Note (1) : There are 1,358,419 PNB shares held in treasury, that represents 88.2% of the PNB shares and 0.5% of total shares. These shares are not included in the free float.

Holding, but no member of the Board of the company belongs to its top management. As per the Suzano Papel e Celulose shareholders' agreement, the Board is composed of 9 members, of whom 5 are elected by the controlling shareholder, 3 are independent and 1 member is elected by BNDES (National Economic and Social Development Bank of Brazil). The Board of Directors has three committees:

- The Management Committee is responsible for advising the Board on financing, budgeting, internal controls, development of human resources and new leaders, executive compensation policies, legal issues, relationship with the capital market and new projects and investments. This Committee also monitors the performance of the company and its executives, as well as the formulation of corporate policies;
- The Sustainability and Strategy Committee is coordinated by an independent Board member and responsible for advising the Board on long-term strategy and planning and the strategic concept of sustainability to achieve worldwide standards of excellence; and

- The Audit Committee is coordinated by an independent Board member and responsible for advising the Board on analyzing the financial statements, implementation of reliable internal controls by senior management and oversight of the quality of information provided to shareholders and the market. As part of this work, the Audit Committee oversees the quality of the work and independence of the external auditors and the internal audit department, and monitors the execution of the Code of Conduct and corporate policies regarding environmental, health and safety aspects.

The senior management team of Suzano Papel e Celulose is composed of 8 professional executives selected in the marketplace following a performance and profile analysis. A new CEO recently hired in the market leads the company's management team. At the end of 2005, the company had 3,283 employees. Suzano Papel e Celulose increased its market capitalization from US\$ 1,067 million at the end of 2003 to the current value of US\$ 1,671 million as of 30 June 2006. The preferred share price of US\$ 3.90 per share at the end of 2003 increased US\$ 5.88 per share as of 30 June 2006.⁵ The company's shares are part of the IBrX 100 Index (this index contains the 100 most liquid companies of the BOVESPA).⁶ In the first half of 2006, the IBrX 100 had a 19.5% appreciation, while Suzano Papel e Celulose shares rose 17.0%, in US dollar terms. The company's financial results in accordance with Brazilian GAAP are presented below:

	In Brazilian \$ / US\$ - 2005	In Brazilian \$ / US\$ - 2004	%
Market capitalization	1,084 mln / 462.9 mln	1,505 mln / 567.1 mln	-28.0 / -18.4
Share price	4.76 / 2.03	6.43 / 2.42	-26.0 / -16.1
Net income	15 mln / 6.3 mln	109 mln / 37.3 mln	-86.2 / -83.2
Net operating revenues	2,521 mln / 1,036 mln	2,516 mln / 860.0 mln	0.2 / 20.4
Net costs and expenses	2,398 mln / 985.0 mln	2,206 mln / 754.0 mln	8.7 / 30.6
Net cash	216 mln / 92.2 mln	172 mln / 64.8 mln	25.6 / 42.0

For both companies, Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica, corporate governance guidelines are provided by Suzano Holding, and the CEOs of each company are responsible for their implementation, with support as needed from affected divisions. Any division of the companies can lead or propose improvements in corporate governance practices. The respective investor relations (IR) officer and IR team will assist the CEO in overseeing corporate governance and/or any governance improvements.

⁵ The daily average trading volume of its listed shares after the public offering increased from US\$ 95,000 before the offering to the current level of US\$ 900,000 per day.

⁶ In December 2005 Suzano Papel e Celulose was listed in the first edition of ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial, Brazilian stock exchange's index of companies with best practices of sustainability. For 2006, Suzano Papel e Celulose hopes to remain in this index after its annual revision. Suzano Petroquímica is working to be included. Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica preferred shares are also listed on Latibex, the Madrid Stock Exchange's special segment for Latin American equities.

b) Suzano Petroquímica S.A.

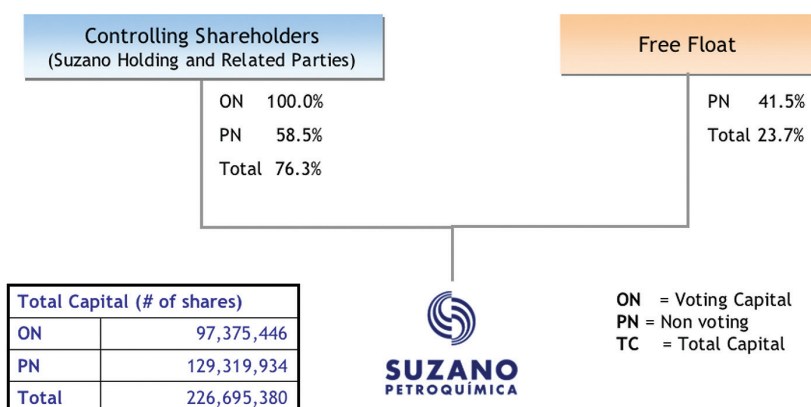
Suzano Petroquímica used to be a holding company with shared control positions in several Brazilian petrochemical companies. After reviewing Suzano Petroquímica's strategy in the national petrochemical sector in 2004, it became evident that the company could become an industry leader in Latin America, given the quality of its assets, its opportunities for consolidation and growth, its sound capital structure and the promising expectations for the petrochemical business in Brazil in the medium- and long-term. And to make this strategy feasible, the partnership with the capital markets was identified as fundamental.

In November 2004, Suzano Petroquímica joined Level 2 of BOVESPA's (São Paulo Stock Exchange) special corporate governance-based tier and adopted additional governance measures even stricter than those required by BOVESPA's rules for the Novo Mercado Level 2 companies at that time. Suzano Petroquímica became the first family-run corporation and the first petrochemicals firm to join Level 2. In the event of a change of control or a merger, all minority shareholders have the right to sell their shares at 80% of the price received by the controlling group. Minority shareholders are also accorded the right to a public offer at market value, if the company de-lists from Level 2. Level 2 companies also agree to private arbitration of shareholder disputes by BOVESPA's Arbitration Chamber.

Suzano Petroquímica's equity offering, held in December 2004, was an important step towards increasing share liquidity and diversifying the shareholder base. It amounted to R\$ 179 million / US\$ 66.2 million, of which R\$ 32 million / US\$ 11.8 million was a primary offering. The offering reduced the controlling group's share in total capital from 83.6% to 73.1%. As of 30 June 2006, Suzano Petroquímica had 4,897 shareholders, including 39 foreign institutional investors, 263 local institutional investors and 4,595 local individual investors.

Shareholder	Voting Shares	Preferred Shares	Total Capital
Controlling shareholder and related parties	100.00%	58.5%	76.3%
Free Float	-	41.5%	23.7%

Until August 2005, the link between Suzano Petroquímica's senior management and its Board was ensured by the presence of representatives of Suzano Holding in the company's top management. With the September 2005 acquisition of Polibrasil, through which Suzano Petroquímica became the Latin American leader in the production and trading of polypropylene and the second largest producer of thermoplastic resins in Brazil, an executive management was put in place to ensure a harmonious merger of cultures. The senior management structure of Suzano Petroquímica reflected this transitional phase until September 2006, with the Chairman of the Board also combining the CEO position.



As of September 2006, the new senior management is composed of 4 executives led by two co-CEOs. Mr. João Pinheiro Nogueira Batista and Mr. José Ricardo Roriz Coelho have been nominated as co-CEOs, thus separating the positions of the Chairman of the Board and the CEO. No other members on the Board of Directors belong to the top management of the company.

Suzano Petroquímica also created the Management Committee as a Board committee, putting in place the same governance structure adopted by Suzano Papel e Celulose. The responsibility for governance policies and practices is also structured similarly to those of Suzano Papel e Celulose. These moves reflect the Suzano controlling shareholders' understanding of the best *modus operandi* for its controlled companies and alignment of its governance practices across the group.

The Board of Directors of Suzano Petroquímica has three committees: the Sustainability and Strategy Committee; the Audit Committee; and the Management Committee, each with the same attributions as the respective committees in Suzano Papel e Celulose.

At the end of 2005, Suzano Petroquímica had 474 employees. The market capitalization of Suzano Petroquímica increased from US\$ 237 million at the end of 2003 to US\$ 350 million as of 30 June 2006. The preferred share price of US\$ 1.02 per share by the end of 2003 increased to US\$ 1.56 per share as of 30 June 2006.⁷ Right after

⁷ The daily average trading volume of its listed shares rose from US\$ 33,740 in 2003 to the current level of US\$ 1 million per day. In 2005, the daily average trading volume was higher than US\$ 1 million. All petrochemical company stocks listed on BOVESPA suffered significant declines in 2006 as a result of high production costs coinciding with a strong appreciation of the local currency. In twelve months before June 2006, Suzano Petroquímica's preferred shares suffered 17.2% depreciation in US dollar terms, while its industrial peers listed on BOVESPA on average devaluated 22.8%.

the follow-on equity offering, Suzano Petroquímica joined the IBrX 100 index. The company reports its financial results in accordance with Brazilian GAAP and US GAAP, as required by Level 2 of BOVESPA:

	In Brazilian \$ / US\$ - 2005	In Brazilian \$ / US\$ - 2004	%
Market capitalization	1,084 mln / 462.9 mln	1,505 mln / 567.1 mln	-28.0 / -18.4
Share price	4.76 / 2.03	6.43 / 2.42	-26.0 / -16.1
Net income	15 mln / 6.3 mln	109 mln / 37.3 mln	-86.2 / -83.2
Net operating revenues	2,521 mln / 1,036 mln	2,516 mln / 860.0 mln	0.2 / 20.4
Net costs and expenses	2,398 mln / 985.0 mln	2,206 mln / 754.0 mln	8.7 / 30.6
Net cash	216 mln / 92.2 mln	172 mln / 64.8 mln	25.6 / 42.0

Other Key Governance Features

Partnering with the capital markets requires Suzano group to equitably balance the respective rights of each class of shares of its subsidiaries. In both companies, Suzano Holding waived its legal right to require minority shareholders to elect a member of the Board from a list of three candidates—years before this became legally required. Instead, a direct election takes place with owners of preferred shares holding at least 10% of the total capital voting separately for a Board member. Minority shareholders are also represented on the permanent Fiscal Board of both companies.

In June 2006, Suzano group published its Code of Conduct, applicable to all its companies. The Code of Conduct contains guidelines and rules of behavior for all personnel working in Suzano group companies, formalizes the practices and values that have been part of the day-to-day routine of the Suzano group for more than 80 years, and reaffirms the group's commitment to the capital markets, its principles of attributing value to our people, sustainable development and ethical principles that orient all the companies' work.

The Boards of Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica have designated a Remuneration Commission composed of Board members of each company. Each company has its own committee responsible for distributing the amount approved by the Annual General Meeting between the Board of Directors and senior management, based on external benchmarks, whereas the Management Committee is responsible for establishing executive compensation policies. The group seeks to align executive incentives with the objectives of the companies and their shareholders. Long-term compensation programs are established based on share performance and its relative behavior compared to its peers (restricted phantom shares program). The compensation of senior management for both Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica is also based on short-term benefits tied to corporate results.

Recent Advancements and Future Plans

The adoption of high standard governance practices and partnership with the capital market continue to enable both Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica to carry out their strategic expansion of operations. Examples are Suzano Papel e Celulose's investing in its second pulp line at Mucuri and the acquisition of 50% of Ripasa S.A. Celulose e Papel, which produces pulp, printing and writing paper, specialty papers, paperboard and cardboards.⁸ The acquisition of control of Polibrasil allowed Suzano Petroquímica to become a company with its own operations, simplifying its structure, providing more transparency and facilitating the understanding of its activities by the market.

The repositioning of the two companies—Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica—in the capital markets is just beginning. It is a strategic decision founded on an understanding that sustainability does not rely exclusively on profitability. The capital market is intimately linked to sustainability, financing growth, reducing cost of capital, improving institutional image and providing an exit mechanism for the members of the controlling group over time.

In the near future, some of Suzano group's corporate governance goals are: (i) to have the recently created Board committees of both Suzano Papel e Celulose and Suzano Petroquímica fully operational; and (ii) to focus more on internal controls, improving risk management structures and procedures.

Suzano group plays an increasingly active part in forums where issues of corporate governance and capital markets development are permanently discussed. In particular, Suzano group is one of the sponsors of and an active participant at IBRI—Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Brazilian Institute of Investor Relations), whose mission is to contribute to the development and specialization of the investor relations' professionals.⁹ To stimulate the development of the Brazilian capital market and attract more retail investors to the stock exchange, Suzano group, in partnership with other companies and institutions also founded the National Investors Institute (Instituto Nacional de Investidores—INI), whose target is to provide up-to-date knowledge and education about stock market to individuals through the creation of investment clubs.¹⁰

⁸ The acquisition of Ripasa consolidated Suzano Papel e Celulose's leadership in the Brazilian paper market, in printing and writing paper and paperboard segments.

⁹ The Co-CEO of Suzano Petroquímica is currently the Chairman of the Board of IBRI, and the IR manager of Suzano Petroquímica is the Director of the Institute.

¹⁰ The IR manager of Suzano Papel e Celulose is currently the President of INI.



Ultrapar

At the end of the 1960s and the beginning of the 1970s, the main business of Ultrapar Participações S.A. (Ultrapar) was still the distribution of LPG—liquefied petroleum gas—the business on which the company was founded in 1937. Shortly thereafter, the company entered into a new phase of entrepreneurship and diversification when Mr. Pery Igel, the son of Ernesto Igel, the company's founder, assumed control of the company. Pery Igel took advantage of the opportunities for the company's expansion and growth presented by developments occurring in Brazil at that time.

Investments were made in the expansion of the company's petrochemical and chemical segments, and in the fertilizers, transport, engineering, animal breeding and warehousing industries. For example, the company and business line Oxitenó was founded in 1970 and soon became a pioneer in the production of ethylene oxide and its main derivatives. Oxitenó's launch coincided with the construction of an industrial park in the Mauá Petrochemical Complex, in São Paulo. Eight years after Oxitenó's launch, Ultrapar founded another entity, Tequimar. Tequimar soon became the principal company responsible for the warehousing of chemical products in Brazil.

As a result of the increasing complexity of its business lines and increasing competition in their respective market segments and industries, Ultrapar experienced a period of intense professionalization of management and staff in the 1970s. This brought its own challenges.

Reconciling the potentially divergent forces of the company's future business objectives with the founding family's uncertainties and interests was the challenge facing Ultrapar CEO Pery Igel. To strike this balance, Pery Igel set out to implement an unparalleled set of corporate governance initiatives beginning in the mid-1980s, when the expression "corporate governance" was not even a commonly known term in the region.

As part of that effort, in 1984, Mr. Igel issued restricted stock to company managers as part of a 20-year employment contract. The objective was to align management's interests with those of shareholders and ensure that the former would, in their new position as long-term owners/managers, help build a solid company over time. This start of a new governance process was followed in the next decade by an international initial public offering (IPO), resulting in the listing of company's shares on BOVESPA (São Paulo Stock Exchange) and the New York Stock Exchange (NYSE). One year after that, Ultrapar granted tag-along rights to all shareholders, reinforcing its other good governance initiatives.

The Long Path to Good Governance

In the first 15 years after Mr. Igel launched his initial series of corporate governance initiatives, the company consciously implemented a new share capital structure and restructuring strategy aimed at protecting the business from any future conflicts in the owners' family. Minority shareholders were sought and brought in as new owners, and they helped maintain the momentum for implementing the new governance structure of the company. Consolidation was the next key part of the strategy.

Family ownership interests in the company were consolidated into a holding entity named Ultra S.A. Today, Ultra S.A. is owned primarily by members of the Igel family and certain members of senior management and controls the majority of shares of Ultrapar.

The fact that the company operated in many insulated businesses had created a perfect environment for Ultrapar to duplicate structures and increase costs. Recognizing this, company management began selling non-core assets. Businesses that were not performing were sold, and the company was consolidated.

The next step for Ultrapar was to go public, which the company did in 1999, raising US\$ 130 million. The IPO was considered a very important step in the company's success, because it brought discipline to the firm and helped it focus on value creation. In addition, the plan to become a publicly-traded company was designed, ultimately, to provide the family and the management with access to liquidity in a way that would not adversely affect the company's business.

Listening to Investors

One year after the 1999 IPO, the company granted tag-along rights to all shareholders, guaranteeing equal treatment to minority shareholders in the event of a change in corporate control. The decision was based on the understanding that to become a truly publicly-held company, it was necessary to align external investors' interests with those of controlling shareholders. This initiative set Ultrapar apart from most companies in the country. It was only in the following year that the new Corporate Law made tag-along rights mandatory. Even so, the Law limited mandatory tag-along rights to 80%, and this treatment was only required for common (voting) shares. Ultrapar's tag-along rights guaranteed 100% of the offer price to holders of all classes of shares, voting and non-voting.

It took some time for the market to recognize that Ultrapar was seriously reforming its corporate governance. Ultrapar's stock price struggled in its first years as a publicly-traded company. However, in the first follow-on offering six years later, the market's reaction completely changed, and the firm was valued in line with Brazilian market indicators.

Corporate Governance Process

Ultrapar's governance structure and processes seek to align the interests of executives and all shareholders. It is guided by the belief that an effective corporate governance system supports the confidence that underlies proper functioning of a market economy. For example, the company equalized dividend treatment among common and preferred shareholders as part of its governance reform.

The alignment principle also drove the firm to establish an executive compensation system linked to creation of shareholder value. Since 2002, executives' bonuses have been linked to the economic value added (EVA) performance of each business unit. In addition, to ensure that the new generation of key managers acts as partners in the firm as well, a long-term share compensation plan was introduced utilizing preferred shares held in the company's treasury.

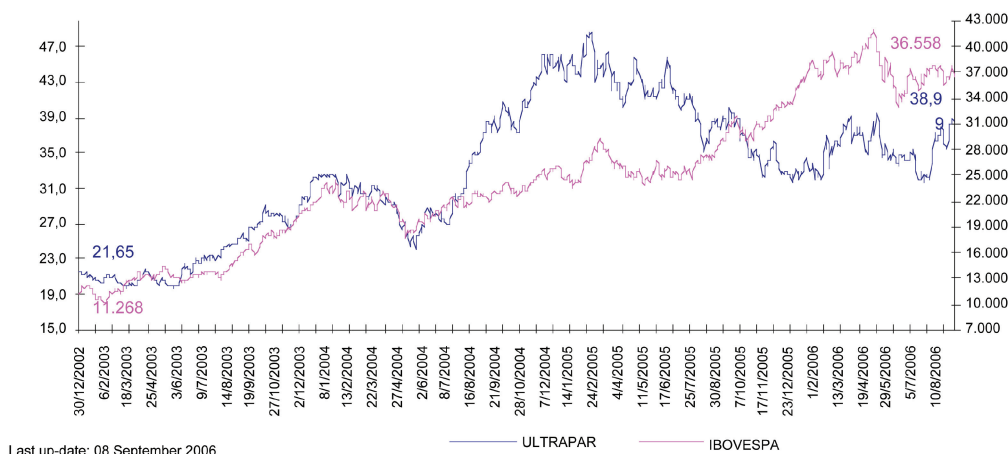
The Board of Directors, chaired by the CEO, is a critical corporate governance mechanism at Ultrapar. It is composed of seven members, including four independent non-executive directors and two senior executives. There are 3 Board committees—Audit, Compensation and Ethics. The Compensation Committee and the Ethics Committee report directly to the Board of Directors. In 2002, the company granted minority shareholders the right to elect Board members, a requirement which Brazilian companies were not required complying with until 2006. The initiative is rare in Brazil and is a demonstration of the company's commitment to protecting non-controlling shareholders' interests.

Although there is no body or officer specifically responsible for governance policies and practices in the company, the Executive Board and the Board of Directors always keep corporate governance and best business practices on their radar screens and agenda.

For example, a Code of Ethics was drawn up to be followed by all the company's structures and professionals. The Code aims to: reduce the level of subjectivity in interpretation of ethical principles; formalize a guide for professional conduct, including resolution of conflicts of interest; and guarantee that concerns about efficiency, competitiveness and profitability include due attention to ethical conduct by all company staff and units.

Ultrapar's most recent step along the path of good corporate governance was its entry onto Level 1 of BOVESPA's special corporate governance-based tier on 2 October 2005. Already a component of BOVESPA's Differentiated Tag-Along Shares Index (ITAG), joining Level 1 also made Ultrapar one of the companies that compose the Differentiated Corporate Governance Shares Index (IGC). The company's shares perform almost parallel to the Ibovespa Stock Index.

Ultrapar and Ibovespa performance



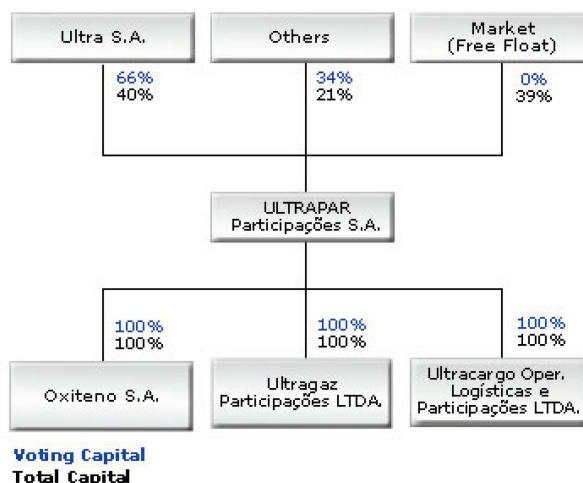
Regarding Ultrapar's performance on the stock exchange, the shares depreciated by 27% on BOVESPA during 2005. Despite the fact that the petrochemicals market faced a difficult year, Ultrapar's shares were among the best performers. However, compared with the share price of R\$ 32.43 / US\$ 11.07 (already adjusted for the share dividend) on 31 December 2003, the share price of Ultrapar rose 42.1% in US\$ terms to 15.73 / R\$ 34.10 on 30 June 2006. Similarly, as of 30 June 2006, Ultrapar's market capitalization was R\$ 2.8 billion / US\$ 1.3 billion, which represents an increase of 46.56% compared to R\$ 2.6 billion / US\$ 887 million as of 31 December 2003.

Results

Today, Ultrapar is one of Brazil's most successful conglomerates. It unites three different companies, as portrayed below, each with a prominent position in its own segment: Ultragaz, the leader in Brazil's distribution market for LPG, boasts a 24% market share; Oxiten, the largest producer of specialty chemicals in Brazil, is the only manufacturer of ethylene oxide and its main derivatives in the Mercosur area (comprising Brazil, Argentina, Paraguay and Uruguay); and Ultracargo is a leading provider of integrated road transport, storage and handling services for chemicals and fuels.

As indicated by Ultrapar's financial statements prepared in accordance with Brazilian GAAP and US GAAP, the combined net revenues of these three businesses in 2005 amounted to R\$ 4.7 billion / US\$ 1.9 billion, with EBITDA of R\$ 546 million / US\$ 224 million and net income of R\$ 299 million / US\$ 123 million. Since 1998 (the base year for the company's IPO), Ultrapar has reported an annual average compound growth of 18% in EBITDA terms and 31% in net income terms. Below are Ultrapar's financial results for 2004 and 2005.

Corporate Structure



Common Shares			%	Preferred Shares	%	Total	%
ULTRA S.A.	32,646,696	66%		0	0%	32,646,696	40%
Other	15,014,462	31%		2,482,161	8%	17,496,623	21%
Market (free float)	1,768,739	3%		29,413,351	92%	31,182,290	39%
TOTAL	49,429,897	100%		31,895,512	100%	81,325,409	100%

■ Net income:

- 2004 - R\$ 414 million / US\$ 142 million;
- 2005 - R\$ 299 million / US\$ 123 million;

■ Net operating revenues:

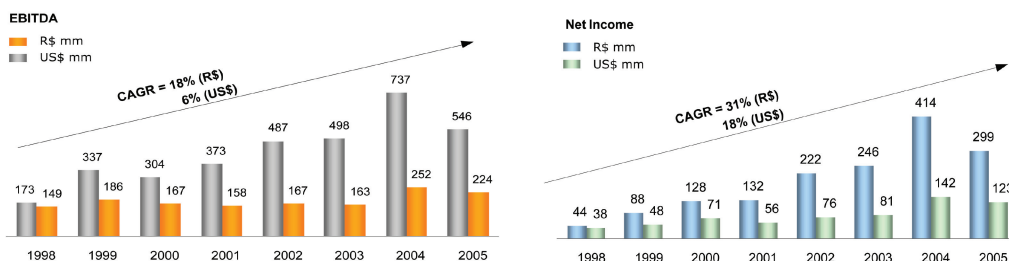
- 2004 - R\$ 4,784 million / US\$ 1,635 million;
- 2005 - R\$ 4,694 million / US\$ 1,928 million;

■ Net costs and expenses:

- 2004 - R\$ 4,220 million / US\$ 1,442 million;
- 2005 - R\$ 4,335 million / US\$ 1,780 million;

■ Net cash:

- 2004 - R\$ 46 million / US\$ 17 million; and
- 2005 - R\$ 191 million / US\$ 82 million.



Today, the company has around 7,000 employees.

The Recognition for Good Governance

In its search for better corporate governance, the company has been awarded various forms of recognition from the capital markets, and some of them are described below:

Year	Award / Recognition	Entity
2006	Best Firm in Corporate Governance in the Oil, Gas & Petrochemical segment for the Latin American Ranking, and Fourth Best Firm in Corporate Governance for the Latin American Ranking	IR Global Rankings
2005	Best CFO in the Oil, Gas & Petrochemical segment for the Latin American Ranking – Fábio Schvartsman	Institutional Investor Research Group
2005	Best Firm in Corporate Governance in the Oil, Gas & Petrochemical segment for the Latin American Ranking for the second consecutive year	Institutional Investor Research Group
2005	Shortlisted Best IR Executive – Companies Outside Ibovespa Index – Fábio Schvartsman	IR Magazine Awards Brazil
2005	Shortlisted Best Corporate Governance company	IR Magazine Awards Brazil
2005	Shortlisted – Grand Prix for the Best IR Program – Companies Outside Ibovespa Index	IR Magazine Awards Brazil
2004	Shortlisted Best Brazilian Investor Relations Website	IR Global Rankings
2004	Best Firm in Corporate Governance for the Latin American Ranking	Institutional Investor Research Group
2004	Second Best Firm in Investor Relations in the Oil, Gas and Petrochemicals segment for the Latin American Ranking	Institutional Investor Research Group
2003	Shortlisted Best IR Program for Brazilian Companies in 2003 – small and mid-cap companies	IR Magazine Latin America Award
2002	Awarded with “Destaque Cias Abertas - 4ª best company in the Brazilian capital market”	Agência Estado

For Ultrapar, these awards represent recognition of its efforts to achieve business results, while conducting business with transparency, integrity and respect for minority shareholders. Ultrapar believes that this stance consistently creates value for its shareholders.

The Future

The time has come to start thinking about corporate governance in a broader way. Ultrapar is currently working to complete its compliance with the Sarbanes-Oxley Act's requirements. The company has already incorporated material contractual obligations and off-balance sheet transactions into its financial statements, as required under Sarbanes-Oxley Act. The firm has adopted a Fiscal Board, which will also act as an Audit Committee, also as required under the Sarbanes-Oxley Act. The Fiscal Board has five members. Two of them are representatives of the minority shareholders.

By implementing standards of good governance, Pery Igel paved the way for continued strong performance for Ultrapar. The processes now in place at the company will maintain the firm on the path of ever-improving governance practices and continued profitability.

Estudio de Casos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo

Círculo de Empresas de la Mesa Redonda
Latinoamericana de Gobierno Corporativo

2ª Edición

Corporación Financiera Internacional

La Corporación Financiera Internacional (IFC), parte del Grupo del Banco Mundial, fue establecida en 1956 para promover, a través de apoyo al sector privado, el crecimiento económico en los países en desarrollo. La IFC cumple esta misión financiando proyectos en el sector privado, ayudando a movilizar financiamientos para compañías en los mercados internacionales, y prestando servicios de asesoría y asistencia técnica a compañías y gobiernos. La experiencia práctica de IFC en la estructuración de inversiones, la evaluación de empresas, y la nominación de consejeros le permiten poner en acción principios de buen gobierno corporativo. El énfasis de la IFC en las buenas prácticas de gobierno corporativo en sus compañías cliente le ayudan a manejar su riesgo y a añadir valor a sus clientes en los mercados emergentes.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) es un foro único donde los gobiernos de 30 democracias trabajan juntos para enfrentar los desafíos económicos, sociales y ambientales de la globalización, en cooperación estrecha con muchas otras economías. Uno de estos desafíos es el buen gobierno corporativo, un tema en el que la OECD ha desarrollado Principios de Gobierno Corporativo aceptados internacionalmente, los cuales además han servido como base para programas regionales de diálogo alrededor del mundo. La Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica es una de estas iniciativas. La Mesa fue organizada por la OECD en conjunto con el IFC/Banco Mundial y con el apoyo del GCGF. De esta manera, la OECD provee un foro donde los gobiernos y otros actores pueden comparar experiencias, buscar respuestas a problemas comunes, identificar buenas prácticas y trabajar en la coordinación de políticas locales e internacionales.

Foro Global de Gobierno Corporativo

Fundado conjuntamente por el Grupo del Banco Mundial y la OECD, el Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF) es defensor, promotor y diseminador de altos estándares y prácticas de gobierno corporativo en los países en desarrollo y las economías en transición. Por medio de sus actividades, el Foro apoya activamente a iniciativas regionales y locales sobre gobierno corporativo al apalancar apoyo institucional a reformas e iniciativas que desarrollan capacidades locales. Asimismo, el Foro hace disponible apoyos técnicos y de asesoría gracias a su amplia red de experiencia internacional y privada. Los patrocinadores del Foro incluyen al IFC y los gobiernos de Canadá, Francia, Luxemburgo, Noruega, Suecia, y Suiza.

Contenido

Introducción	88
Atlas Eléctrica	91
Buenaventura	98
Cementos Argos	104
Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)	109
CPFL Energia	115
Embraer	122
Ferreyros	131
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)	137
Marcopolo	144
Natura	152
NET	158
Suzano	165
Ultrapar	174

Introducción

Esta segunda versión, revisada y actualizada, de “Estudio de Casos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo” presenta las experiencias de un grupo de empresas de América Latina a la vanguardia en reformar y mejorar el gobierno corporativo de las empresas, así como los resultados de estos cambios. Las descripciones de las mejoras de gobierno corporativo llevadas a cabo por estas empresas fueron elaboradas con el apoyo directo de los ocho miembros fundadores del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, así como los cinco nuevos miembros que se unieron al Círculo durante 2006. El contenido de cada capítulo refleja las perspectivas de la administración y el directorio de una compañía con respecto a las motivaciones, los desafíos, las soluciones y las recompensas que se obtienen tras aplicar mejores normas y prácticas de gobierno corporativo.

Exponer estos casos da acceso a experiencias bastante profundas y diversas, no necesariamente en torno a la teoría del buen gobierno corporativo, sino a la aplicación práctica de las metas de transparencia, divulgación, responsabilidad, respeto por los derechos de los accionistas y trato equitativo con todos los involucrados, como se especifica en los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y se refleja en las recomendaciones del “Papel blanco sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica” de la Mesa Redonda.

Los casos aquí presentados son expuestos bajo la responsabilidad de los respectivos miembros del Círculo y hablan por sí mismos. Para algunas empresas, el principal estímulo para emprender cambios se basó en consideraciones internas como el querer reconciliar posibles divergencias en los intereses familiares o de los accionistas u ofrecer mejores incentivos a los ejecutivos. En cambio, para otras empresas tal motivación surgió de consideraciones financieras de mercado, como el deseo por atraer nuevos inversionistas o acceder a nuevas fuentes de capital. Sin embargo, al considerar en conjunto experiencias tan diversas, saltan a la vista al menos las siguientes conclusiones generales:

- Si bien los principios de buen gobierno corporativo son, en esencia, los mismos para todo tipo de empresas, en su aplicación hay lugar para mucha creatividad e innovación cuando se trata de adaptarlos a las circunstancias específicas de cada empresa.—EL DESAFÍO EN LA IMPLEMENTACION ESTÁ EN QUE CADA EMPRESA IDENTIFIQUE EL CAMINO Y LAS SOLUCIONES QUE MEJOR SE AJUSTEN A SUS NECESIDADES;
- El compromiso de los gerentes y principales accionistas es requisito *sine qua non* para lograr un programa sostenido de mejoramiento del gobierno corporativo.—LA EMPRESA DEBE CONTAR CON PERSONAS EN SU INTERIOR QUE PROMUEVAN EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO;
- Para ser completamente exitoso, un programa de buen gobierno corporativo debe comunicar de manera eficaz que la empresa, su administración y los socios mayoritarios están comprometidos irrenunciablemente con las metas de buen gobier-

no corporativo.—LA CREDIBILIDAD ANTE EL MERCADO ES FUNDAMENTAL;

- Las recompensas obtenidas tras esfuerzos iniciales y de limitado enfoque pueden generar un gran impulso para esfuerzos más amplios que contribuyan a la creación de un virtuoso círculo de adopción de mejores prácticas.—EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO ES UN VIAJE, NO EL DESTINO FINAL; y por último,
- Las experiencias de los miembros del Círculo de Empresas prueban que el buen gobierno corporativo puede contribuir al rendimiento operacional y al acceso/costo de capital.—MEJORAR EL GOBIERNO CORPORATIVO SE TRADUCE EN RETORNOS POSITIVOS REALES.

Los capítulos sobre las experiencias de los miembros fundadores del Círculo de Compañías (Buenaventura, Cementos Argos, CCR, CPFL Energía, Natura, NET, Suzano and Ultrapar) han sido ampliados y completamente actualizados en esta segunda edición. En la séptima reunión de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, celebrada en junio de 2006 en Buenos Aires, se distribuyó una versión en inglés de los casos de los nuevos miembros del Círculo (Atlas Eléctrica, Embraer, Ferreyros, ISA y Marcopolo). Todas las versiones de los casos, así como otros documentos públicos del Círculo de Empresas están disponibles en los sitios web de la División de Asuntos Corporativos de la OCDE (www.oecd.org/daf/corporateaffairs/roundtables) y del Departamento de Gobierno Corporativo de la Corporación Financiera Internacional/Banco Mundial (IFC) (www.ifc.org/corporategovernance).

Como fue el caso de la primera edición, con la publicación de este libro el Círculo de Empresas espera compartir con una amplia comunidad de empresas latinoamericanas algunas soluciones prácticas a los desafíos de buen gobierno corporativo que enfrentan en la región. Agradecemos el gran aporte de los miembros del Círculo a la Mesa Redonda y los felicitamos por su labor destinada a divulgar los argumentos comerciales a favor del buen gobierno corporativo para las empresas en toda América Latina y demás.

En nombre de la Mesa Redonda, quisiéramos expresar nuestra gratitud a los directivos y al equipo de cada uno de los miembros del Círculo de Empresas por su contribución en la preparación de los casos presentados en este libro. En nombre del Círculo de Empresas y el nuestro, quisiéramos también extender nuestro agradecimiento a la señora Sandra Guerra, quien ha ejercido con gran dedicación y profesionalismo su cargo como coordinadora del Círculo desde su fundación.

Esperamos continuar trabajando con el Círculo de Empresas en sus futuros esfuerzos por identificar y promover las buenas prácticas para la implementación de un mejor gobierno corporativo en Latinoamérica.

Mike Lubrano

Jefe, Práctica Corporativa e Inversionista
Departamento de Gobierno Corporativo División
Corporación Financiera Internacional

Daniel Blume

Administrador Principal
División de Asuntos Corporativos
Organización para la Cooperación
y el Desarrollo Económicos



Atlas Eléctrica

Los orígenes de Atlas Eléctrica S.A. (Atlas) se remontan a una pequeña cabaña en 1961; pero ya en 1976 la empresa había crecido y era la primera en cotizar acciones en la Bolsa Nacional de Valores (BNV), de Costa Rica. Los fundadores de la compañía estaban conscientes de que esta oportunidad de cotizar sus acciones en la bolsa les permitiría financiar y mantener el potencial de crecimiento, situación que es válida hasta el día de hoy. A fines de septiembre de 2005, la capitalización de mercado de Atlas era de US\$ 17,2 millones, una disminución de 11,8% respecto de los US\$ 19,5 millones vigentes el 30 de septiembre de 2004.

Atlas es una empresa manufacturera con sede en Costa Rica que también tiene subsidiarias de venta de sus productos en América Central y República Dominicana. En la actualidad, Atlas produce refrigeradores y cocinas para uso doméstico bajo sus propias marcas Atlas y Cetron, pero también fabrica para marcas privadas como Sunbeam y Nedoca, y anteriormente ha fabricado bajo las marcas White Westinghouse, Kelvinator, Frigidaire y Blue Point.

Se calcula que las ventas de Atlas en América Central, México, Estados Unidos, Jamaica, Puerto Rico y otras islas del Caribe arrojarán ingresos combinados totales por US\$ 100 millones en el ejercicio fiscal de 2006. Con 50% de participación en el mercado, Atlas es la empresa en su sector más importante en la región de América Central y compite a la par con productos provenientes de Asia y las Américas. En años recientes, varios modelos de productos Atlas recibieron certificación bajo las normativas de Estados Unidos y Canadá, lo cual ha permitido a la compañía incursionar en el mercado de exportación. Atlas espera poder capitalizar esto en los próximos años, en especial en el marco de los recientes acuerdos de libre comercio suscritos por la región. De hecho, ampliar el mercado de exportación forma parte del plan de crecimiento estratégico de la compañía y a estas alturas, explica la mayor parte del incremento de 28,5% registrado por las ventas de Atlas en 2005 en comparación con el mismo período del año anterior.

Los principales atributos que explican el éxito de la compañía son:

- Años de cultivar una imagen de marca basada en calidad y excelente servicio de post-venta para los consumidores; y

- Creación de productos de valor con diseños de buen gusto al alcance del bolsillo de los clientes.

La estructura patrimonial de Atlas se presenta en el cuadro a continuación.

Grupos	Cantidad de acciones Al 31 de enero de 2006	Porcentaje accionario
AB Electrolux	90.874.767	18,9%
Toka S.A. y relacionados	72.299.210	15,1%
Ganecogorta S.A. y relacionados	57.138.090	11,9%
Mejoma. S.A. y relacionados	46.927.928	9,8%
Subtotal	267.239.995	55,7%
Accionistas con menos de 10% de las acciones, pero más de 2%	128.566.101	26,8%
Accionistas con menos de 2% de las acciones	84.018.162	17,5%
TOTAL	479.824.258	100,00%

En agosto de 2006, Atlas tenía 1.432 empleados.

El 30 de septiembre de 2004, el precio de las acciones de Atlas era de 18,28 colones costarricenses, pero se había reducido a 17,50 colones costarricenses al 30 de septiembre de 2005. Las acciones de la compañía están incluidas en el índice accionario de la BNV.

Cabe mencionar que los fundadores iniciales ya no tienen el control de la compañía. Asimismo, no existen inversionistas institucionales entre sus accionistas y el capital accionario flotante es de 3,9%. Debido a que ningún grupo individual ejerce el control de Atlas, éste se establece mediante la concurrencia de varios grupos a la Asamblea General Ordinaria de Accionistas, donde las decisiones se toman con el concurso de la mayoría de los votos presentes. Los accionistas minoritarios de la compañía no disponen de derechos de venta preferente de acciones (*tag-along*). Sin embargo, las normativas locales estipulan la obligación de realizar una oferta pública de adquisición (OPA) cuando se pretende adquirir un determinado porcentaje de las acciones. En tales condiciones, todos los accionistas acceden a un precio de oferta uniforme por acción.

Responsabilidades del Directorio y de la Gerencia

A mediados de los años ochenta, el Directorio se percató de los beneficios de contar con directores independientes y de aprovechar sus nuevas ideas y enfoques respecto de la compañía. De los actuales siete miembros del Directorio, cuatro son independientes y el Presidente del Directorio no asume ninguna de las responsabilidades que incumben a un gerente general. Su único medio para influir en la administración es a través de los Comités de Remuneraciones y de Auditoría y en las reuniones mensuales del Directorio donde se analizan y aprueban los resultados financieros, los presupuestos y la estrategia. Los altos cargos más importantes se eligen sobre la base de criterios profesionales y de méritos.

El mismo Directorio determina la compensación que recibirán sus miembros, siempre con el espíritu de mantenerse dentro de límites razonables que se ajusten a las prácticas remunerativas usuales en otras empresas. Se paga remuneración por asistir a cada una de las reuniones del Directorio, que suelen realizarse una vez al mes. Para determinar la compensación que reciben los ejecutivos, se considera información comparativa del mercado, la cual es examinada y aprobada por el Comité de Renumeraciones del Directorio. Aproximadamente 20% de la compensación total que reciben los gerentes está vinculada al desempeño. En la actualidad, no se asignan opciones de compra de acciones a los gerentes o miembros del Directorio. El próximo informe anual de la compañía divulgará el monto total, no desglosado, de las remuneraciones que reciben los Directores y gerentes.

El Directorio de Atlas tiene dos comités:

- El Comité de Auditoría consta de cuatro miembros: tres Directores (uno interno y dos externos y ninguno de ellos es el Presidente del Directorio) y el Fiscal. A las reuniones de este Comité se invita a un representante de los Auditores Externos, un representante del auditor interno y el Gerente General; y
- Comité de Remuneraciones: consta de dos Directores (uno interno y uno externo y ninguno de ellos es el Presidente del Directorio).

La Controversia Costarricense acerca de las Normativas que Rigen los Directorios de las Compañías

En 2004, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), el ente supervisor de las instituciones financieras de Costa Rica, emitió nuevas normativas destinadas a regir las acciones de las empresas auditoras y establecer directrices para el gobierno corporativo en vista del escándalo que afectó al sistema de valores del país y de los graves escándalos financieros que sacudieron a Estados Unidos. Una de las normas de CONASSIF exige la creación de un Comité de Auditoría al interior del directorio de toda compañía. En Atlas ya existía un Comité de Auditoría, pero una de las tareas que le imponían las normas de CONASSIF era la de revisar y aprobar los resultados financieros trimestrales y anuales antes de someterlos al examen y aprobación definitiva del Directorio.

Una de las primeras tareas de este recientemente reestructurado Comité de Auditoría consistió en aprobar la contratación de una empresa independiente para ayudar a la administración a generar un entorno de control interno más vigoroso. Así, se emprendió un proyecto con este fin el cual contó con el patrocinio del Gerente General. La gestión del proyecto fue delegada en una empresa externa,

Deloitte Touche Tohmatsu, y en el Gerente de Finanzas de la compañía¹. Como objetivo final, este proyecto apuntaba a dar garantías adicionales al Presidente del Directorio y al Gerente General de que toda información financiera entregada al público general estaría libre de omisiones sustanciales y de la existencia de un sólido sistema de control interno, ya que ambos personeros desean poder atestiguar personalmente estos hechos.

Muchas compañías registradas quedaron inconformes con la manera en que se aplicaba esta reciente medida de CONASSIF. El proceso de elaboración y adopción de la normativa reguladora se realizó sin mediar un proceso de plena consulta con el sector privado y el resultado fue que algunos de los artículos promulgados son incluso más severos que los de la ley Sarbanes-Oxley de Estados Unidos. Como era de esperar, el sector privado reaccionó y algunas compañías interpusieron de inmediato una demanda alegando violaciones jurisdiccionales y de privacidad. Otras decidieron que era hora de salirse de la bolsa. Los miembros del Directorio de Atlas, en tanto, estimaron que de las normas procesales surgiría algún arreglo equitativo y que los beneficios de mantenerse cotizando en la BNV compensarían cualquier inconveniente temporal. En este momento, la Corte Constitucional suspendió la aplicación de algunas normas promulgadas por CONASSIF y el juicio sigue en espera de la resolución definitiva. Algunas de esas normas suspendidas se refieren al Comité de Auditoría. El Directorio de Atlas considera que es conveniente cumplir con las nuevas exigencias formales del Comité de Auditoría y mantiene su funcionamiento como si tales normas siguieran en pie, pese a que fueron suspendidas.

Atlas le otorga gran valor a la transparencia y sus prácticas son coherentes con ello. La compañía debe presentar información financiera trimestralmente, la cual es recopilada de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Una vez presentada, esta información se publica en el sitio en Internet de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y pasa a ser de dominio público. La información financiera auditada de fines de año también se publica en la misma red.

Los estados financieros de Atlas son auditados por la empresa de auditoría externa KPMG Peat Marwick, quienes rinden cuentas al Comité de Auditoría y al Directorio. Además, una compañía externa califica a Atlas una vez al año desde la perspectiva del riesgo y realiza actualizaciones trimestrales. Por último, el Jefe de Auditoría Interna de la compañía eleva sus informes directamente al Comité de Auditoría.

En otra iniciativa para poner más énfasis en la transparencia, la política del Directorio de Atlas requiere a todo el personal clave de la compañía, así como a los miembros del Directorio, firmar y certificar anualmente haber leído y comprender el

¹ En este momento, Atlas realiza esfuerzos enormes para redactar y difundir numerosas políticas y procedimientos de control en toda la Compañía. Para este fin, recurre al modelo utilizado en las certificaciones ISO 9000 de la International Organization for Standardization las cuales fijan normas en relación con garantías y gestión de calidad. La Compañía ya ha sido certificada en sus procesos de producción, venta y distribución. Ahora, se usa esta misma metodología (si bien todavía no la certificación) para que la Compañía adopte procedimientos de gobierno corporativo.

Código de Ética de la compañía. Este Código aborda temas como conformidad con las leyes, conflictos de interés y uso de información confidencial. El Código de Ética se encuentra en proceso de revisión y su adopción está prevista para una fecha posterior durante este año.

En términos generales, la responsabilidad de velar por las prácticas de gobierno corporativo de Atlas y emprender cualquier mejora incumbe al Gerente General y al Gerente de Finanzas.

El Efecto “Jaula de Oro” del Mercado

Debido a la reducida cantidad de compañías que transan sus acciones en la BNV, el mercado no tiene la liquidez adecuada y esto de algún modo ha afectado el precio de las acciones de la mayoría de las compañías que operan en el mercado de Costa Rica. Los principales accionistas no suelen realizar transacciones de importancia con relativa regularidad, lo que a su vez entorpece la capacidad de la bolsa de transmitir el precio “real” de las compañías registradas y afecta negativamente su valor de capitalización de mercado.

Esta situación crea una espiral descendente; comienza al disuadir la inversión de parte de los inversionistas institucionales y el público general en el mercado bursátil local, lo cual a su vez incide en reducir la demanda y la cantidad de participantes en la BNV y se traduce en una disminución de precios de las acciones transadas. En último término, ha creado lo que se llama el efecto de “Jaula Dorada”. Los grandes accionistas que no participan activamente en el mercado están asentados en un patrimonio neto que según las predicciones de los analistas financieros es muy superior al “precio de mercado” de los pequeños volúmenes de acciones que se transan en la bolsa local de valores. Sin embargo, al no existir otros compradores activos, los tenedores de pequeñas cantidades de acciones de capital se ven obligados a vender al precio que sea en este mercado tan poco líquido. Resumiendo, estos precios artificialmente deprimidos dañan en particular a los inversionistas pequeños. Es lo que sucede con las acciones de Atlas, donde la pequeña cantidad de acciones que se venden se liquida a precios que son hasta un 25% inferior al valor contable (valor en libros).

Existiría una alternativa para la creación de liquidez si las compañías estuviesen autorizadas a recomprar sus acciones en el mercado, pero esta posibilidad está fuertemente restringida por las reglas creadas por SUGEVAL. Hasta la fecha, SUGEVAL se ha negado a derogar esta controversial normativa alegando que su eliminación podría hacer que las compañías fueran propensas a investigaciones por presunta manipulación del mercado bursátil. La Cámara de Emisores ha intentado negociar la modificación de la normativa durante los últimos cuatro años, pero ha resultado en un trabajo muy poco fructífero.

Tanto las normativas de CONASSIF y de SUGEVAL como los cambios realizados sin una negociación constructiva con las compañías registradas en la bolsa nos

remiten al problema de la credibilidad del mercado local. Se trata de un problema que ha dañado las comunicaciones y las relaciones entre ambos sectores, es decir, el sector normativo y el sector privado (compañías registradas). En vista de esta realidad, el BNV lanzó tres iniciativas con la ayuda de algunas compañías registradas, entre éstas Atlas. La primera está destinada a preparar directrices de gobierno corporativo de adhesión voluntaria (cumplir o explicar), similares a aquellas vigentes en el Reino Unido y Hong Kong. Si esta iniciativa tiene éxito, las normativas de CONAS-SIF impugnadas por el Tribunal Constitucional podrían ser sustituidas por el sistema de adhesión voluntaria. La segunda iniciativa, que intenta elaborar directrices voluntarias para el programa de Relaciones con los Inversionistas, se lleva a cabo para aumentar la transparencia del mercado.

La tercera iniciativa, que también se aplicaría por primera vez en Costa Rica, es un mecanismo de “*market maker*” para las acciones de Atlas. Para lograrlo, se aseguró la participación de tres casas de corretaje para un plan piloto de tres meses y SUGEVAL garantizó condiciones de “puerto seguro”. La idea es que los inversionistas tengan la alternativa de vender o comprar acciones de Atlas en cualquier momento en estas casas de corretaje. Cada una de las casas de corretaje que participa en el plan piloto ha asumido el compromiso y entregado garantías al mercado de que siempre dispondrá de un determinado número de acciones en su inventario para vender o comprar. Así, los inversionistas no estarían expuestos al factor de riesgo generado por la incertidumbre de no saber si habrá un posible comprador (vendedor) para las acciones de Atlas. El resultado de los primeros dos meses de este plan ha sido la menor volatilidad del precio de mercado de la pequeña cantidad de acciones de Atlas que se transaron, si bien todavía su precio está por debajo del valor contable.

Resultados Recientes y Desafíos Futuros

En los últimos dos años, los resultados financieros de Atlas mejoraron año tras año. En particular en el año 2005, la compañía registró ingresos netos por 1.218,34 millones de colones costarricenses (US\$ 2,8 millones), un aumento de 27,9% respecto del ingreso neto de 952,40 millones de colones costarricenses (US\$ 2,1 millones) obtenido en 2004. Otros resultados financieros son los siguientes:

■ Ingresos operacionales netos:

- 2004 – 33.552,40 millones de colones costarricenses / US\$ 78,4 millones;
- 2005 – 43.116,14 millones de colones costarricenses / US\$ 92,2 millones;

■ Costos y gastos netos:

- 2004 – 32.034,85 millones de colones costarricenses / US\$ 74,7 millones;
- 2005 – 41.435,89 millones de colones costarricenses / US\$ 88,7 millones;

■ Efectivo neto:

- 2004 - 2.336,92 millones de colones costarricenses / US\$ 5,2 millones; y
- 2005 - 2.563,32 millones de colones costarricenses / US\$ 5,6 millones.

Desde el año 2000, la compañía ha sido analizada trimestralmente por una empresa calificadora local de riesgos independiente (que siempre le ha otorgado a Atlas la máxima calificación triple AAA) debido a la emisión de bonos por US\$ 10 millones utilizados para financiar la adquisición de una empresa manufacturera competidora en El Salvador. Atlas se ha ganado esta alta puntuación porque ha demostrado sistemáticamente a los tenedores de sus bonos y a otros su gran capacidad de amortizar el capital y pagar los intereses en los plazos acordados.

Atlas está consciente que deberá incursionar en otros mercados financieros para seguir creciendo. En este sentido, mejorar aún más la transparencia, uno de los aspectos intrínsecos de la compañía, coincide con el plan estratégico. Los nuevos reglamentos en materia de auditoría forman parte de la actual experiencia global que aprovecha la compañía. Coherente con esta perspectiva, Atlas pone cada vez más énfasis en los mercados de exportación, donde ya se llevan a cabo con todo éxito más de 80% de sus ventas. Al concentrarse en las exportaciones, Atlas también adopta la doctrina de responsabilidad social empresarial tanto en el mercado local como en los nuevos mercados extranjeros, donde ya cosecha calificaciones superiores en los índices locales y regionales por sus prácticas sostenibles y socialmente responsables.

Atlas busca persuadir a sus accionistas actuales y futuros del valor de la compañía. Asimismo, intenta demostrar que es una empresa que pretende mantener su presencia en el mercado y competir en un mundo globalizado por muchos años más, tal como lo ha hecho en el pasado, pero con mejores activos intangibles, solvencia, transparencia y buenas prácticas de gobierno corporativo en el futuro. En términos de mejorar su gobierno corporativo, Atlas intenta perfeccionar sus procedimientos de control interno para responder a las exigencias de los organismos normativos y del para que la información financiera publicada está libre de omisiones sustanciales, pero también como medio para garantizarse a ella misma y a sus accionistas de que la administración realiza acciones conforme a las políticas aprobadas. En este sentido, las directrices que rigen este proyecto son aquellas definidas por COSO para las prácticas y procedimientos de control interno.

Buenaventura

Crecer es más que un simple componente de la misión y la visión de Buenaventura. Crecer es el lema diario de la compañía minera líder de Perú y una de las productoras de oro y plata más grandes del mundo.

Hoy, Buenaventura explota cuatro grandes minas de Perú (Orcopampa, Uchucchacua, Antapite y Colquijirca) y cuenta con un agresivo programa de exploración. La compañía, con 2.127 empleados, es propietaria de 43,65% de Minera Yanacocha S.R.L., uno de los productores de oro más grandes del mundo, y de 18,5% de Sociedad Minera Cerro Verde, una importante cuprífera peruana.

Con operaciones en una industria con gran necesidad de capital y en un entorno geográfico no tan acogedor para las inversiones, la compañía tiene que ser perseverante para mantener el éxito que ha logrado a través del tiempo.

Con el fin de lograr su objetivo de continuo crecimiento, Buenaventura acudió a la formación de asociaciones, cotizaciones en la Bolsa de Valores de Lima y emisión de certificados norteamericanos de depósito de acciones extranjeras (ADR, por sus siglas en inglés) en la Bolsa de Nueva York. No obstante, cuando se trató de crear valor sostenible a largo plazo para los accionistas, sólo había una forma de proceder: mejorando las prácticas de gobierno corporativo.

El Origen de la Necesidad de Gobierno Corporativo

Desde que fue fundada en 1953, Buenaventura se ha concentrado en actividades de exploración y adquisición, ya sea a través de sociedades en participación o por sus propios medios. Para Buenaventura, conducir los negocios en forma responsable y eficaz forma parte de la estrategia destinada a aumentar las utilidades de sus accionistas.

Buenaventura registró pérdidas durante varios años las que finalmente desembocaron en un alto nivel de endeudamiento en el contexto de la inestabilidad económica de Perú en los ochenta. Sin embargo, a principios de los noventa, Perú entró en un período de mayor estabilidad lo que permitió a Buenaventura hacer planes para un futuro más promisorio.

Cuando la empresa decidió invertir en Yanacocha – actualmente un depósito de oro de nivel mundial – enfrentó altos costos de exploración e inversión en desarrollo. Convencida de que el mercado premia las buenas prácticas de gobierno corporativo, Buenaventura decidió pagar su deuda con los ingresos de una oferta pública inicial

(IPO, por sus siglas en inglés) de ADR en la Bolsa de Nueva York en 1996, gracias a la cual pudo generar aproximadamente US\$ 150 millones de capital.

Esta decisión reflejó el compromiso del Directorio y de la gerencia de Buenaventura de cumplir con las normativas de la Comisión de Valores y Bolsas de Estados Unidos (SEC). Antes de la oferta pública inicial, la compañía tomó varias medidas importantes destinadas a mejorar su gobierno corporativo:

- Modernizó el Directorio incorporando miembros independientes y creando comités directivos;
- Implementó un Código de Ética; creó un Comité de Información al Público; y
- Convirtió todas las acciones a una clase única con derecho igualitario a voto, eliminando la estructura fundada en dos clases de acciones.

Antes de la oferta pública inicial de ADR en la NYSE en 1996, los fundadores, la familia Benavides, eran propietarios de 42% de la compañía. Hoy, tienen el 27%. Aparte de la familia Benavides, existen varios accionistas institucionales, fondos de pensiones, empresas industriales y bancos con inversiones en Buenaventura. La actual estructura de propiedad se presenta a continuación.

Shareholders structure and their respective nationalities (only includes shareholders controlling more than 5% interest as of year-end 2005.

Name	Interest Participation (%)	Nationality
Alberto Benavides Q.	14.022	Peruvian
Compañía Minera Condesa S.A.	7.687	Peruvian
Merrill Lynch Investment Managers Ltd. (UK)	6.262	British
Fidelity Management & Research Co.	5.453	North American
Total	33.424	

Hoy, el capital flotante de la compañía alcanza a 65%. El 55% del total de acciones en circulación de la compañía forman parte del programa de ADR; las acciones de Buenaventura se cotizan y tranzan en la Bolsa de Valores de Lima y las ADR se cotizan en la NYSE. Las acciones de Buenaventura no forman parte de ningún índice de acciones.

Medidas de Gobierno Corporativo

Buenaventura ha implementado un amplio conjunto de normas con el fin de asegurar buen gobierno corporativo. Las reformas se inspiraron en las recomendaciones de importantes organizaciones internacionales como la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el Foro Mundial sobre Gobierno Corporativo y el Banco Mundial/Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés).

Por ejemplo, la decisión de convertir todas las acciones a una clase única sirvió para mantener unido al grupo controlador y, a la vez, se la consideró la mejor forma de continuar aumentando el valor de la compañía. Los accionistas respondieron en forma positiva a esta decisión lo cual se puso en evidencia con el reforzamiento de la liquidez de las acciones.

De igual manera, si bien a los accionistas minoritarios no se les ofrecen derechos de venta preferente de acciones (o *tag-along*), existen otras salvaguardias en caso de que surja una oferta de adquisición. Específicamente, el Directorio debe evaluar la propuesta de oferta, comunicarla y hacer recomendaciones a todos los accionistas sobre las condiciones específicas que ésta implica. A su vez, se les pide a los accionistas que tomen su propia decisión respecto de si aceptarla o rechazarla. En la práctica, esto significa que el Directorio da a todos los accionistas la misma oportunidad de participar en la oferta en condiciones similares. Este es sólo un ejemplo de que Buenaventura toma el proceso de votación muy en serio.

Para facilitar la participación de todos los accionistas en las Asambleas Generales, la compañía las convoca con 25 días de anticipación y distribuye la agenda de temas a discutir. Los titulares de ADR reciben poderes a través del banco depositario y se han tomado medidas especiales para asegurar que (i) éstos tengan tiempo suficiente para considerar su voto y (ii) estén debidamente representados en todas las Asambleas Generales de la compañía.

Los ejecutivos de Buenaventura supervisan los negocios y son responsables de poner en práctica las decisiones del Directorio en materia de políticas. El Presidente y Gerente General es elegido por el Directorio. El Vicepresidente y Gerente General de Finanzas, el Vicepresidente y Gerente de Desarrollo Comercial, el Vicepresidente de Operaciones y el Vicepresidente de Exploraciones son elegidos por el Comité de Nominaciones. Dos de cada cinco miembros de la plana ejecutiva son miembros de la familia.

Buenaventura cuenta con un programa de apreciación de capital a 10 años, plazo que permite a ciertos ejecutivos recibir remuneraciones en efectivo equivalentes a excedentes del valor de mercado a una fecha futura fija por sobre el precio declarado de una cantidad definida de nuestros ADR. Esta información sobre compensaciones por gestión se pone a disposición de los accionistas y del mercado en la memoria anual y en el archivo 20-F ante la Comisión de Valores y Bolsas de EE.UU. Por su parte, los miembros del Directorio reciben un porcentaje del ingreso neto anual de la compañía hasta un límite máximo, el cual es fijado por los accionistas en la Asamblea General Anual. Esta información también se hace pública en la memoria anual de la empresa y en el archivo 20-F.

Para la compañía, la mejor decisión es mantener altos niveles de responsabilidad social a fin de asegurar el éxito a largo plazo de sus actividades. En particular, los gastos del programa de responsabilidad social de Buenaventura alcanzaron los US\$ 2,8 millones en 2005 e incluyen apoyo para:

- Infraestructura (caminos, energía y comunicaciones);
- Agua y planes de forestación;
- Agroindustria y turismo; y
- Salud, nutrición y educación.

El Directorio

El Directorio de Buenaventura está compuesto por siete miembros, cinco de los cuales son independientes. En virtud del compromiso de transparencia de la empresa para con sus accionistas, una persona designada por los fondos de pensiones de Perú forma parte del Directorio y participa en las actividades del comité directivo. Para la gerencia de la empresa, el Directorio es un recurso de valor agregado en tanto presta dirección y asesoría.

Cuatro comités apoyan la labor del Directorio: Auditoría, Compensaciones, Nominaciones y Gobierno Corporativo. Cada uno de estos comités está compuesto en su mayoría por directores independientes, con el Comité de Auditoría compuesto únicamente por miembros independientes del Directorio. Por su parte, el Comité de Gobierno Corporativo asume la responsabilidad de todas las iniciativas vinculadas al gobierno corporativo en Buenaventura.

Los cargos de Presidente del Directorio y de Gerente General de Buenaventura están separados para así asegurar la imparcialidad del Directorio al momento de evaluar y supervisar la gerencia.

Finalmente, Buenaventura lleva a cabo evaluaciones periódicas del Directorio, las cuales se llevan a cabo por un Director principal en conjunto con los directores independientes.

Para Buenaventura es primordial informar en forma correcta y oportuna al mercado. Con este fin, creó un Comité de Información al Público para dar a conocer al mercado toda la información pertinente apenas finalicen las reuniones del Directorio y así evitar posibles retrasos que podrían generar oportunidades de que se dé mal uso de la información de la compañía por parte de personal interno con acceso a información privilegiada.

Asimismo, para abordar temas de integridad y conducta, el Directorio aprobó un Código de Ética que se encuentra disponible para todas las partes interesadas y cuya lectura es obligatoria para todos los empleados de la compañía y miembros del Directorio. Este código se refiere principalmente a conflictos de interés y transacciones relacionadas. El oficial encargado de ética, quien reporta al Comité de Auditoría, tiene la misión de supervisar que los empleados, los gerentes y los directores cumplan con las normas establecidas. Tanto este oficial como el Presidente del Comité de

Auditoría pueden ser contactados por medio de un sistema de denuncia de irregularidades que permite a todos quienes tienen intereses en la compañía informar en forma anónima sobre cualquier posible sospecha o información de violación al Código de Ética.

Transparencia: Calidad e Integridad del Informe Financiero

El Comité de Información al Público y el Directorio son responsables de publicar estados financieros y el Informe Anual con la participación activa de la gerencia. Buenaventura se rige por normas internacionales de publicación de informes y, generalmente, los estados financieros adhieren a las prácticas contables generalmente aceptadas (GAAP) de Estados Unidos.

Los informes financieros son revisados por un auditor independiente externo que responde ante el Directorio. La empresa publica información de control y propiedad accionaria cada mes y no se involucra en ningún acuerdo de accionistas que pueda perjudicar su sistema de gobierno corporativo o el trato con sus accionistas. De igual manera, la compañía informa a sus accionistas sobre todas las relaciones comerciales y las disposiciones sustanciales de los contratos que suscribe. El Jefe de Auditoría Interna de la compañía está bajo las órdenes del Directorio.

Resultados

Buenaventura reconoce que debe seguir perfeccionando sus bases de gobierno corporativo al mismo tiempo que se esfuerza por maximizar las ganancias de sus accionistas. Sus mejoras en cuanto a gobierno corporativo son ampliamente reconocidas en el mercado, como quedó demostrado con el desempeño general de la compañía. Más digno de mención es la triplicación de su capitalización de mercado, la cual incrementó de US\$ 400 millones en 1995 a US\$ 3.600 millones a fines de 2005. Por su parte, el precio de las acciones de la compañía incrementó en 23,6%, de US\$ 22,9 el 31 de diciembre de 2004 a US\$ 28,3 el 31 de diciembre de 2005.

La compañía también informó ingresos netos por US\$ 337 millones en el año 2005, lo cual representa un aumento de 1% desde 2004 (US\$ 334 millones). De igual manera, el ingreso neto de 2005 aumentó en 31% hasta un total de US\$ 274 millones, en comparación con US\$ 209 millones en 2004. Otras cifras financieras incluyen:

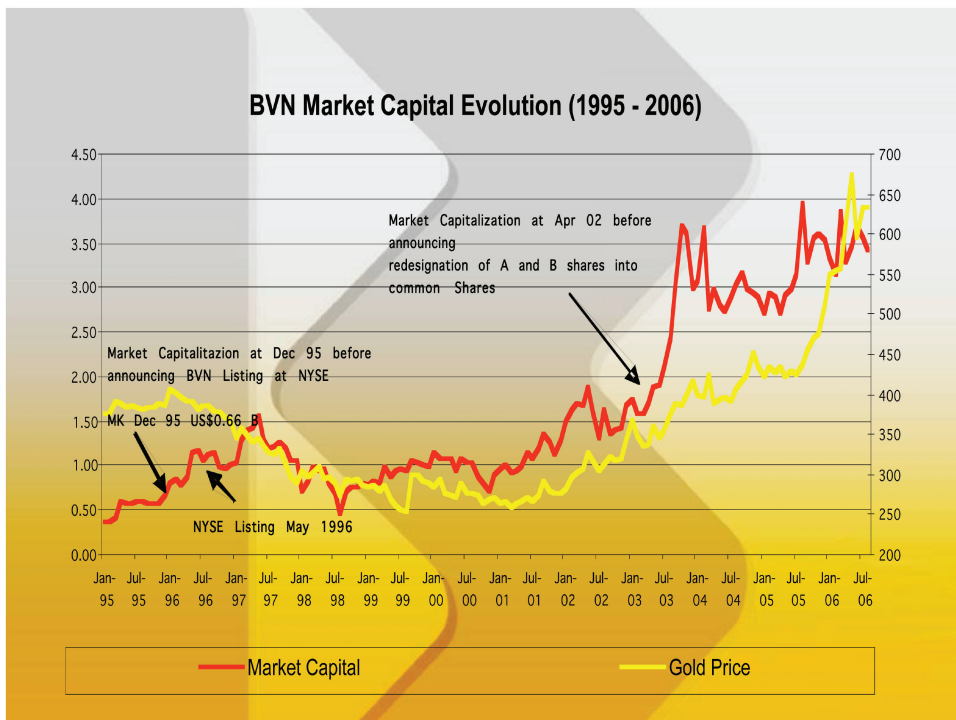
- Costos y gastos netos:
 - 2004 – US\$ 125 millones;
 - 2005 – US\$ 63 millones;

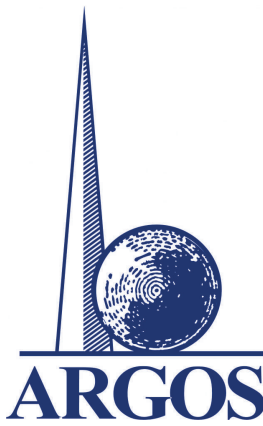
■ Efectivo neto:

- 2004 – US\$ 172 millones;
- 2005 – US\$ 97 millones;

■ Efectivo proyectado para 2006 – US\$ 280 millones.

Hoy en día, Buenaventura se esfuerza por finalizar el cumplimiento de los requerimientos de la ley Sarbanes-Oxley y espera ser certificada por auditores externos a fines de 2006.





Cementos Argos

Cuando Compañía de Cemento Argos S.A. se fundó en Medellín, Colombia, hace 70 años, sus creadores apenas podrían haber imaginado que su pequeña aventura empresarial llegaría a ser algún día la compañía más grande de cemento de Colombia, la quinta en producción en América Latina y una de las pioneras en cuanto a buen gobierno corporativo en la región.

En un principio, los fundadores se dieron cuenta de la necesidad de contar con co-inversionistas para continuar con los planes de construcción de la primera fábrica de cemento. El Municipio de Medellín y la Empresa de Ferrocarriles de Antioquia fueron sus primeros socios; dos años después, la fábrica entró en operación y la compañía comenzó una fructífera trayectoria de creación de nuevas plantas y varias compañías subsidiarias.

A fines de 2005, la antigua Compañía de Cemento Argos se convirtió en un holding con el nuevo nombre de Inversiones Argos S.A. (Inversiones Argos). Sus ocho subsidiarias de cemento colombianas se fusionaron y dieron forma a una sola nueva compañía operativa en conjunto con sus anteriores unidades operativas (Cementos Argos).

Hoy, Inversiones Argos posee 70% de las acciones de Cementos Argos; el restante 30% de las acciones de Cementos Argos es propiedad de pequeños accionistas. Los accionistas minoritarios no tienen garantizado el derecho de venta preferente de acciones (o *tag-along*) en caso de transferencias de control.

El 77% de la cartera de Inversiones Argos está compuesta por inversiones en Cementos Argos y gran parte del resto se invirtió en compañías de seguro y finanzas. El principal accionista controlador de Inversiones Argos es el Grupo Empresarial Antioqueño (el mayor conglomerado de Colombia), mientras que el restante 46% de las acciones de Inversiones Argos corresponde a capital flotante y están en manos de una amplia gama de accionistas. Específicamente, los inversionistas internacionales y las administradoras de fondos de pensiones y pagos de desahucio poseen alrededor del 11% de las acciones de Inversiones Argos, con otro 35% en manos de pequeños accionistas minoritarios.

Ambas compañías, Inversiones Argos y Cementos Argos, se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia y no se cierran a la posibilidad de emitir acciones en la NYSE en el futuro. Las acciones de Inversiones Argos y Cementos Argos se incluyen en el Índice IGBC de la Bolsa y su rendimiento es similar al del índice en general. Finalmente, Cementos Argos y sus subsidiarias tienen más de 10.500 empleados.



Gobierno Corporativo como Creador de Valor

Cuando Cementos Argos decidió adoptar por primera vez prácticas de buen gobierno corporativo, el mercado colombiano conocía muy poco sobre el tema. Sin embargo, a la hora de tomar la decisión de implementar estas prácticas, para la empresa fue primordial transmitir el significado de este concepto al mercado colombiano así como que sus principios no eran sólo una moda sino prácticas que perduraría en el tiempo.

En un principio, la compañía adoptó un Código de Buen Gobierno Corporativo, el cual fue modificado posteriormente en función de referencias internacionales. El nuevo Código, que hacía énfasis en aspectos relacionados con la divulgación y el libre flujo de información, fue analizado con múltiples personas involucradas en el proyecto, desde empleados hasta miembros del Directorio. Siguiendo las recomendaciones de sus accionistas, del Directorio y de otros interesados, Cementos Argos se autoimpuso el desafío de cumplir con los criterios más exigentes a nivel internacional en cuanto a gobierno corporativo. En el año 2004, la compañía finalizó y publicó su Código de Buen Gobierno Corporativo, el cual cumple las recomendaciones para las empresas de la Bolsa de Nueva York, de la OECD, de la IFC/Banco Mundial, del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) y de otras instituciones locales.

La dirección de Cementos Argos comprende ahora que adoptar mejores prácticas de información ayuda a generar riqueza para los accionistas y facilita el acceso a los inversionistas. Además, también reconoce que la adopción de las prácticas de buen gobierno corporativo ha diferenciado a Cementos Argos de sus competidores en los mercados de capitales y productos.

La estructura de gobierno corporativo de Cementos Argos se basa en cinco pilares fundamentales: trato equitativo para los accionistas; fortalecimiento de la estructura y del desempeño del Directorio; formulación de procedimientos para proporcionar información completa, exacta y oportuna; establecimiento de un código de ética para los empleados y normativas para las relaciones con diferentes grupos de interés.

Por último y en particular, se tomó la decisión de que tanto auditores internos como externos debían monitorear e informar al mercado sobre el cumplimiento de Cementos Argos de su Código de Buen Gobierno Corporativo. Así, se entregó al Gerente General de la compañía la responsabilidad de supervisar las materias relacionadas con el buen gobierno corporativo.

Además de las prácticas de buen gobierno corporativo, Cementos Argos asigna gran importancia a la responsabilidad social corporativa y las iniciativas con valor agregado que benefician a los lugares donde se instalan operaciones.

Particularmente, la compañía invirtió US\$ 2,6 millones en el año 2005 en diferentes programas comunitarios en beneficio de ámbitos como educación, caridad, salud, nutrición y artístico-cultural.

El Directorio

El Directorio de Cementos Argos se compone de cinco Directores no ejecutivos, dos de los cuales son independientes. También cuenta con la asistencia de tres comités: Auditoría y Finanzas, Nominaciones y Remuneraciones, y Asuntos del Directorio.

El Comité de Auditoría y Finanzas, compuesto por cuatro directores (dos independientes), el Gerente General, el Gerente de Finanzas y el Auditor Interno, se encarga de supervisar los procesos de control interno, para así asegurar transparencia y precisión en la divulgación de información financiera, supervisar las actividades de auditoría interna y apoyar las decisiones del Directorio relacionadas con los controles.

El segundo comité, Nominaciones y Remuneraciones, compuesto por tres directores, establece políticas de contratación, compensación y desarrollo de personal clave. Propone un plan de compensación vinculado tanto al desempeño personal como empresarial y está a cargo de revisar los planes de sucesión de los altos cargos de la compañía. Por su parte, las remuneraciones del Directorio son aprobadas por la Asamblea General Anual de Accionistas, instancia que puede destituir y reelegir a los Directores incluso antes de que finalice su período.

Al comité de Asuntos del Directorio, compuesto por tres directores y el Gerente General, le conciernen los papeles y las responsabilidades de los Directores, la contratación de nuevos miembros y la definición de políticas destinadas a asegurar la adecuada composición del Directorio. Este comité también implementó un sistema de

evaluación de los Directores y ejecuta un programa permanente de capacitación y desarrollo.

En Cementos Argos, los cargos de Gerente General y Presidente del Directorio los asumen personas diferentes. Los principales ejecutivos de la compañía reciben el nombre de Vicepresidentes y se nombran en conformidad con las políticas establecidas por el Comité de Nombramientos y Remuneraciones.

Resultados

Al 31 de enero de 2006, Cementos Argos registraba una capitalización de mercado de US\$ 5.800 millones. Esta cifra es superior en comparación a la registrada el 31 de diciembre de 2004 (US\$ 930 millones), y a la cifra del año anterior (31 de diciembre de 2005), donde la capitalización de mercado alcanzó US\$ 4.800 millones, cifra que dio pie al considerable aumento de 420% sólo en ese período

Cementos Argos prepara su informe financiero en conformidad con los procedimientos contables generalmente aceptados (GAAP) en Colombia. En 2005, la compañía obtuvo ingresos netos por US\$ 722 millones, cifra que refleja un aumento de 63% en comparación con 2004 (US\$ 442 millones). Los siguientes son otros resultados en materia de desempeño económico:

■ Ganancias operativas netas:

- 2004 – US\$ 441,8 millones (consolidados);
- 2005 – US\$ 721,7 millones (consolidados);

■ Costos y gastos netos:

- 2004 – US\$ 41,3 millones (consolidados);
- 2005 – US\$ 115 millones (consolidados);

■ Efectivo neto:

- 2004 – US\$ 85,2 millones (consolidados);
- 2005 – US\$ 17,7 millones (consolidados).

Es difícil medir con precisión los beneficios directos de llevar a cabo prácticas de buen gobierno corporativo, pero Cementos Argos puede dar fe de resultados altamente positivos. Las acciones han aumentado su valor en forma constante con un aumento de 177% durante el año 2005. Una vez publicado el Código de Gobierno Corporativo, la compañía aumentó en más de cuatro veces su número de accionistas.

Además, con la adopción del Código, Cementos Argos se adelantó a sus competidores en el mercado, ya que los inversionistas recompensaron a la empresa en más del triple (3,4 veces) con suscripciones superiores al monto de la emisión de bonos.

Como el quinto mayor productor de cemento de América Latina, hoy Cementos Argos provee al 51% del mercado nacional del cemento y el 32% del mercado nacional del hormigón. Además, la compañía exporta sus productos a 18 destinos diferentes y mantiene varias inversiones en Estados Unidos, Panamá, Venezuela, Haití y República Dominicana.

Objetivos y Desafíos para el Futuro

Cementos Argos sigue perfeccionando su sistema de gobierno corporativo. Su principal desafío es fortalecer el Directorio y los comités y entre sus futuros objetivos en materia de gobierno corporativo está mejorar los sistemas de supervisión del cumplimiento del Código de Ética (vigente desde 2004) y las prácticas de divulgación de información.



Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)

En 1998, los accionistas de Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), una fusión de concesiones para el cobro de peaje en carreteras de Brasil, estaban al tanto de la necesidad de generar credibilidad en el mercado para atraer inversionistas a su negocio, un negocio que requiere gran intensidad de capital; también sabían que no sería una tarea fácil.

CCR fue creada para atenuar riesgos geográficos y políticos, aportar flexibilidad financiera y constituir un vehículo permanente para las inversiones en el negocio de las carreteras de peaje en Brasil. Los accionistas de CCR eran grandes grupos brasileños que también operaban en el negocio de la construcción, y que, por lo tanto, eran los principales proveedores para las autoridades de vías en Brasil. Debido a la evidente posibilidad de que surgieran conflictos de interés que pudieran empañar el potencial de utilidades para los inversionistas no mayoritarios, CCR enfrentó una ardua tarea para conseguir credibilidad.

Orígenes del Desafío de CCR

En los años setenta, las compañías constructoras brasileñas formaron consorcios (constituidos y no constituidos en sociedades anónimas) con el fin de ejecutar enormes proyectos de infraestructura, generación de energía y transporte. Era apenas lógico que también se crearan consorcios cuando el sector público demostró su ineficacia para mantener la enorme red vial brasileña. En 1993, se anunció un programa de concesiones en virtud del cual se le ofrecía al sector privado la operación de carreteras de peaje, el cual se puso en marcha en 1994.

A pesar de que CCR, una sociedad anónima de inversiones, reunió a numerosos grupos económicos de importancia, sabía que su propia capacidad de inversión no sería suficiente para reformar y ampliar el sistema de autopistas. Pero ¿cómo podrían los inversionistas estar seguros de que los administradores y controladores se motivarían por generar ganancias para todos los accionistas y distribuirían las utilidades en forma justa?

Teniendo en cuenta esta interrogante, los accionistas fundadores contrataron en 1998 a McKinsey, una empresa de consultoría gerencial, quien ayudó a CCR a dise-

ñar una estructura de propiedad orientada a atraer capitales y una estructura organizacional que apoyara sus planes de negocios. Como se describe más adelante, el resultado de este trabajo incluyó una invitación a un operador internacional de carreteras de peajes para que formara parte del grupo controlador y se desempeñara como experto en materia de transparencia.

Estructura de Propiedad para Garantizar el Buen Gobierno Corporativo

La nueva estructura aseguraría que la gerencia y los accionistas se desempeñaran como inversionistas a través de trabajo en equipo para otorgarle valor al negocio y así desafiar las ideas preconcebidas del mercado respecto de que los contratistas sólo operarían una concesión vial con el fin de asegurarse contratos beneficiosos. Para lograr aún más credibilidad, CCR creó mecanismos para evaluar todos los contratos relacionados y así asegurar que sólo se tomarían decisiones que beneficiaran a todos los accionistas de CCR. Una vez establecido esto, el escenario estaba listo para que CCR cotizara en la bolsa.

A pesar de que los accionistas fundadores prometieran al mercado que operarían el negocio de acuerdo a los mejores criterios, la credibilidad sólo se lograría con la presencia de un socio con interés evidente en asegurar que tal promesa se mantuviera. Este socio se encontró en Portugal—Brisa Auto Estradas de Portugal S.A.- empresa que tiene la concesión de 11 carreteras en su país. Brisa adquirió el 20% de las acciones de CCR, parte equivalente a aquella en poder de los accionistas fundadores.

Hacer Frente al Fantasma de los Conflictos de Intereses

Sólo quedaba un asunto por resolver para ganar la confianza del mercado: solucionar el conflicto entre las funciones de constructor y concesionario. La compañía desarrolló mecanismos de protección interna para ejecutar cualquier servicio con terceros relacionados. Todos aquellos contratos por más de R\$ 1 millón (aproximadamente US\$ 470.000) con terceros relacionados y cualquier otro con terceros por más de R\$ 2,7 millones (aproximadamente US\$ 1,27 millones) debían ser aprobados por el Directorio. Además, cualquier contrato por más de R\$ 1 millón con un tercero relacionado podría ser precedido de una evaluación independiente si así lo estimaba uno de los directores de la compañía. Si aún existían dudas pese a que la evaluación independiente arrojaba resultados positivos, se formuló una disposición especial según la cual el 25% del Directorio podría vetar el contrato.

Antes de cotizar en la bolsa, CCR construyó un modelo de gobierno corporativo en apoyo de la nueva empresa. Se revisaron y reestructuraron las responsabilidades del Directorio, de los comités y de la gerencia. Se redactó un manual de gobierno cor-

porativo, el cual delineaba las dinámicas de las relaciones entre las entidades organizacionales. El Directorio se componía de 10 miembros, dos de los cuales eran independientes, sin relación con los accionistas ni con la gerencia. Los cargos de Presidente del Directorio y Gerente General no están combinados y todos los directores ocupan el cargo por un año con posibilidad de reelección.

Al Directorio lo asisten seis comités: Auditoría, Estrategia, Finanzas, Gobierno Corporativo, Nuevos Negocios y Recursos Humanos. CCR fue la primera compañía del país en crear un Comité de Gobierno Corporativo. Este comité propone el modelo de operación del Directorio, su programa de trabajo, el flujo de información con los accionistas, los ejecutivos y otros partícipes, así como el sistema de evaluación del Directorio. A la vez, este comité esta a cargo de reevaluar el sistema de gobierno corporativo en forma periódica.

Los directores y gerentes de la plana ejecutiva de CCR son contratados en el mercado o promovidos de niveles inferiores de la propia compañía. Sus remuneraciones normalmente contemplan una combinación de salarios fijos y un componente variable. Entre 60% y 70% del componente variable se calcula en función del valor económico agregado (EVA) y el resto depende del logro de metas cualitativas trazadas para el año en cuestión. El programa de remuneraciones de los ejecutivos de la compañía no incluye opciones de compra de acciones. Sin embargo, CCR cuenta con un programa de incentivos a largo plazo diseñado para hacer coincidir los intereses de los ejecutivos y los accionistas, crear valor, atraer y mantener a gerentes capaces, estimular la sostenibilidad y fortalecer la visión de largo plazo del negocio. El resultado de las políticas de recursos humanos de CCR consiste en un cuadro de ejecutivos que comparten la visión y los valores de CCR. El monto total de la compensación (colectivo) se publica en las Asambleas Anuales de Accionistas.

El Gerente General de CCR es el ejecutivo que asume la responsabilidad última de implementar las iniciativas de gobierno corporativo de la compañía.

Para llevar a cabo la función de auditoría interna, CCR subcontrata a una empresa líder en auditoría y contabilidad.

Novo Mercado: el Toque Final

Para completar el diseño de su estructura de capital, CCR tomó la decisión de cotizar en la bolsa de valores. La autorización para convertirse en sociedad anónima fue inscrita el 19 de diciembre de 2000 en la CVM, la Comisión de Valores y Bolsas de Brasil. El 20 de noviembre de 2001, CCR se convirtió en la primera empresa en incorporarse a Novo Mercado, el principal segmento especial de cotización de gobierno corporativo de BOVESPA, la Bolsa de Valores de Brasil, y obtuvo R\$ 305,3 millones (US\$ 141,6 millones) del mercado. El 14 de mayo de 2004, CCR concluyó su

segunda oferta de acciones, con lo cual generó una suma adicional de R\$ 375,0 millones (US\$ 173,9 millones) y aumentó la cantidad total de capital flotante de la compañía un 30%. En Novo Mercado, las compañías se comprometen a adoptar prácticas de buen gobierno corporativo más allá de aquellas establecidas en la normativa brasileña, con lo cual propician mayor transparencia y fortalecen los derechos y las garantías de los accionistas no mayoritarios.

El pilar fundamental de los reglamentos de Novo Mercado es que el capital accionario esté representado solamente por acciones comunes. Además, las empresas de Novo Mercado también deben cumplir las siguientes obligaciones adicionales:

- Llevar a cabo ofertas públicas de acciones a través de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital y acceso más amplio de inversionistas por cuenta propia.
- Mantener una cotización mínima en la Bolsa equivalente al 25% del capital.
- Proveer a todos los accionistas las mismas condiciones otorgadas a los accionistas mayoritarios al momento de transferir las acciones mayoritarias (derechos de venta preferente de acciones o tag-along).
- Contar con un Directorio compuesto por un mínimo de cinco miembros, con un mandato único por hasta dos años, con reelección permitida. Un mínimo de 20% de los Directores deben ser independientes.
- Divulgar el balance anual de acuerdo con normas internacionales de contabilidad (GAAP de Estados Unidos o normas internacionales de informes financieros, IFRS).
- Incorporar mejoras en los informes trimestrales y en otros reportes a la CVM y BOVESPA, incluyendo estados financieros consolidados y revisiones especiales de auditoría.
- Realizar una oferta de adquisición según criterios de valor económico (como mínimo) en caso de tomar la decisión de retirarse de Novo Mercado.
- Cumplir con las normas de divulgación en la negociación de activos emitidos por la compañía a nombre de los accionistas controladores o de la gerencia de la empresa;
- Divulgar los contratos firmados entre la compañía y partes relacionadas;
- Divulgar mensualmente transacciones de valores y derivados emitidos por la compañía en nombre de los accionistas controladores;
- Emitir una agenda corporativa anual, incluyendo la Asamblea General de Accionistas e información pertinente;
- Realizar reuniones públicas con analistas e inversores por lo menos una vez al año;
- Adherirse a la Cámara de Arbitraje del Mercado en caso de conflictos entre accionistas.

Después de que CCR se incorporó a Novo Mercado, dos grupos de los accionistas originales se retiraron; uno de ellos motivado por la oportunidad de liquidez creada por la oferta de CCR y el otro porque se alejó por completo del negocio de los peajes. Hoy, cuatro grandes empresas constructoras nacionales e internacionales tienen una participación igualitaria de 17,39% en CCR, mientras que 28,98% de las acciones son flotantes. Por lo tanto, la composición del capital social de CCR es la siguiente:

Accionista	Acciones comunes	%
Andrade Gutierrez	70.102.496	17,39%
Camargo Corrêa	72.060.296	17,88%
Brisa	72.060.300	17,88%
Serveng	72.060.304	17,88%
Novo Mercado	116.818.404	28,98%
Total	403.101.800	100,00%

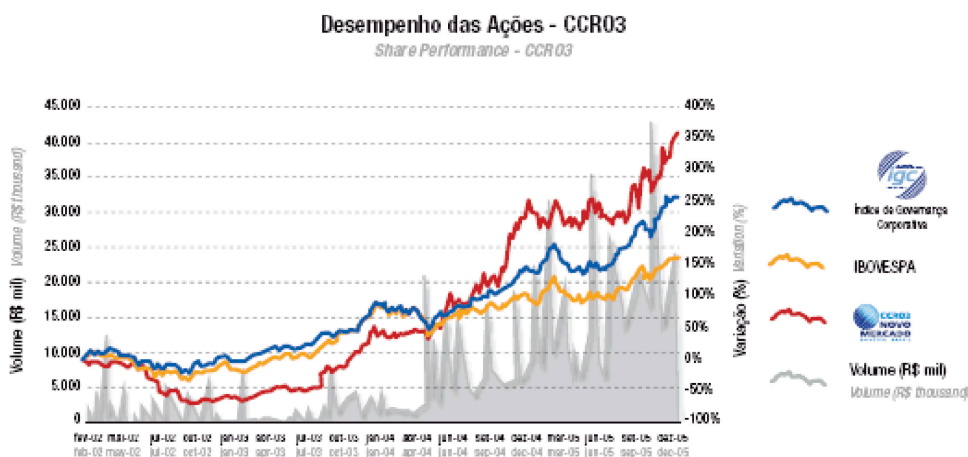
Resultados

El precio de las acciones de CCR en la OPA de febrero de 2002 fue de R\$ 18 (US\$ 7,45), lo cual le otorgó a la compañía una capitalización de mercado inicial de R\$ 1.500 millones (US\$ 620 millones). En diciembre de 2004, el precio de las acciones llegó a R\$ 58,10 (US\$ 21,88), con una capitalización de mercado de R\$ 5.800 millones (US\$ 2.200 millones). En el período 2004 – 2005, las acciones de CCR se apreciaron en 27,37%, desde R\$ 58,1 a R\$ 74,0 (US\$ 31,61) junto con su capitalización de mercado – de R\$ 5.855,0 (US\$ 2.205,7) millones a R\$ 7.457,4 millones (US\$ 3.185,9).

El mercado recompensó a CCR con una prima por sus políticas de transparencia y derechos igualitarios a todos sus accionistas. Como muestran el cuadro y el gráfico a continuación, las acciones de CCR se apreciaron en 351,8% desde febrero de 2002 a diciembre de 2005, mientras que el Índice Ibovespa registró una rentabilidad acumulativa de 193,6% en el mismo período. El desempeño de CCR superó incluso a IGC, el Índice de Gobierno Corporativo de Brasil, el cual registró una rentabilidad de 313,9%.

	OPA	21/8/2006	%
CCRO3*	4,44	20,06	351,8%
IGC	999	4.135	313,9%
Ibovespa	12.658	37.160	193,6%
* ajustado según la división de acciones			

Hoy día, CCR continúa mejorando su modelo de gobierno corporativo mientras genera valor para todos los accionistas. En este sentido, esta iniciativa de buen gobierno corporativo fue un indudable ejemplo de éxito: CCR es el principal operador de concesiones de carreteras de peajes de Brasil con seis autopistas que representan el 15% de la red vial del país, aproximadamente 1.452 kilómetros de carreteras y más



de 41% del ingreso total por concepto de peajes de este sector. Actualmente, la compañía tiene casi 4.200 empleados.

Como lo indican los estados financieros de CCR, los cuales son preparados en conformidad con los GAAP de Brasil (con la reconciliación de diferencias entre los GAAP de Brasil y los GAAP de Estados Unidos), en 2004 CCR registró entradas netas por R\$ 1.463 millones (US\$ 551 millones), lo cual genera un efectivo operacional de R\$ 759 millones (US\$ 286 millones). Los ingresos netos aumentaron 33,56% al 31 de diciembre de 2005 con R\$ 1.954 millones (US\$ 906 millones), lo cual generó un efectivo operacional de R\$ 1.102 millones (US\$ 511 millones). El ingreso neto en el mismo periodo aumentó en más de 90%, desde R\$ 263 millones (US\$ 99 millones) en 2004 a R\$ 500 millones (US\$ 213 millones) en 2005. A continuación se presenta más información financiera:

	2004 - R\$ (miles) / US\$ (miles)	2005 - R\$ (miles) / US\$ (miles)
Entradas netas	262.991 / 99.077	500.493 / 213.822
Ingresos netos	1.463.150 / 551.217	1.954.354 / 834.944
Costos y gastos	(931.965) / (351.102)	(1.155.155) / (493.508)
EBIDTA	759.322 / 286.061	1.102.331 / 470.941

El mercado reconoce los logros obtenidos por CCR en materia de gobierno corporativo, tal como lo indican los premios otorgados por el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) en 2005 y por el Centro de Gobierno Corporativo del Fundação Dom Cabral en 2004-2007.

En el futuro, CCR apoyará un estudio detallado sobre las prácticas y recompensas de adoptar políticas de gobierno corporativo en el Centro de Gobierno Corporativo de la Fundación Dom Cabral. Los objetivos de esta colaboración incluyen mejorar aún más las prácticas de gobierno corporativo de CCR a través del intercambio de experiencias con las demás empresas que forman parte de este Centro.



CPFL Energia

CPFL Energia (CPFL) se remonta a 1912 cuando se fundó Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL Paulista) después de la fusión de cuatro distribuidoras eléctricas de propiedad brasileña ubicadas en la zona interior del Estado de Sao Paulo. Desde entonces, el grupo controlador de la compañía ha cambiado en varias ocasiones. En 1927 fue adquirida por la American Foreign Power Co. con sede en Estados Unidos; posteriormente por Eletrobrás (1964) del gobierno federal brasileño, luego por la Companhia Energética do Estado de São Paulo, CESP, (1975) del Estado de Sao Paulo y fue privatizada en 1997. En la privatización, VBC Energia, 521 Participações y Bonaire Participações tomaron el control y a partir de esa fecha iniciaron un proceso de acelerada expansión que concluyó en agosto de 2002 con la creación de CPFL Energia como sociedad controladora para la generación, la distribución y la comercialización de energía eléctrica.

VBC Energia es una empresa privada controlada por VBC Participações, cuyo capital está en manos de tres importantes conglomerados que representan intereses comerciales brasileños: Votorantim Energia Ltda., Bradesplan Participações S.A. y Camargo Corrêa S.A.

521 Participações S.A. representa el fondo de pensiones del Banco do Brasil (Caixa de Previdência dos Funcionários – Previ), el principal fondo de pensiones brasileño que cuenta con más de 161.000 beneficiarios.

Bonaire Participações S.A. es un fondo de inversiones integrado por los fondos de pensiones brasileños Fundação Cesp (Funcesp, Fundação Petrobrás de Seguridade Social), Petros, Fundação Sistel de Seguridade Social y Fundação Sabesp de Seguridade Social (Sabesprev).

Además de los anteriores, en la actualidad BNDESPar, la sociedad de inversiones de BNDES (Banco Nacional de Economía y Desarrollo Social de Brasil) y la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés) también figuran entre los accionistas más importantes de CPFL Energia.

El 29 de septiembre de 2004, la compañía emitió acciones ordinarias (su único tipo de capital accionario) y certificados norteamericanos de depósito de acciones extranjeras (ADR, por sus siglas en inglés) en las bolsas Novo Mercado y NYSE. CPFL realizó una primera oferta de R\$ 685 millones (US\$ 239 millones) y una segunda oferta de R\$ 136 millones (US\$ 47 millones) por un total de R\$ 821 millo-

nes (US\$ 286 millones) a R\$ 17,22 la acción (US\$ 6,00 la acción), donde cada ADR representa tres acciones.

El capital flotante inicial de la compañía era de 13,64%, pero desde entonces ha aumentado a su actual nivel de 17,75% gracias a que los suscriptores ejercieron su opción de sobreasignación de acciones. Lo anterior generó intercambios de acciones de capital entre BNDESPar y VBC Energia y la conversión del préstamo de IFC en acciones de CPFL Energia. Además, los accionistas minoritarios de las compañías subsidiarias CPFL Paulista, CPFL Piratininga y CPFL Geração intercambiaron sus respectivas acciones de capital por acciones de la sociedad matriz CPFL Energia. A continuación se presenta la estructura patrimonial de CPFL (al 31 de diciembre de 2005) como resultado de estos cambios. A todos los accionistas se les garantiza el 100% de sus derechos de venta preferente de acciones o *tag-along*. Al 31 de diciembre de 2005, la compañía tenía 5.838 empleados.



Por diversas razones, CPFL tomó el camino de intensa y expedita adopción de prácticas de buen gobierno corporativo. En primer lugar, la compañía considera el buen gobierno corporativo como medio añadir valor agregado a su empresa y, en segundo lugar, como medio estratégico para alcanzar su meta de transformar a CPFL en un modelo de referencia para el sector eléctrico de Brasil. Por último, el gobierno corporativo ayuda a establecer a CPFL Energia como una sociedad de inversiones que actúa de manera equitativa con cada uno de sus accionistas, también con los antes mencionados accionistas mayoritarios, cada uno de ellos con sus propias características y objetivos distintivos y diferenciados.

El proceso de transformación del gobierno corporativo comenzó a nivel interno luego de la privatización de CPFL Paulista el noviembre de 1997 y se intensificó en 2000 con la configuración de un sistema de gestión integrado. Durante este período, las actividades de distribución de energía tuvieron una fuerte expansión cuando CPFL Paulista adquirió una parte importante de Bandeirante de Energia en 1998 (que posteriormente se escindió, dando lugar a CPFL Piratininga) y Rio Grande Energia en 2000.

Posteriormente en 2002, el proceso de toma de decisiones del Grupo se estructuró y determinó formalmente cuando los accionistas mayoritarios firmaron un Acuerdo de accionistas, el cual permitió la constitución de CPFL Energia como sociedad de inversiones en agosto de ese año.

Vía Rápida hacia un Buen Gobierno Corporativo

Luego de la constitución de CPFL Energia en agosto de 2002 y en los años posteriores, la compañía tomó una serie de medidas para implementar su sistema de gobierno corporativo. Muchas de estas iniciativas se habían establecido antes de la cotización de las acciones de CPFL en BOVESPA (bolsa de comercio de Sao Paulo), Novo Mercado y NYSE (bolsa de comercio de Nueva York). Posteriormente a esta cotización, se adoptaron varias iniciativas adicionales que se destacan a continuación:

- Armonización de los estatutos de las sociedades subsidiarias, por ejemplo, CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração y Rio Grande Energia, con los de CPFL Energia;
- Estructuración de los comités asesores del Directorio;
- Instauración de un sistema de auto-evaluación de parte del Directorio;
- Cambio de estructura en el informe anual de la compañía, preparada en formato GRI (*Global Reporting Initiative*);
- Creación de un sitio en Internet para el Directorio;
- Introducción de una vía anónima y confidencial para los empleados que les permitiera plantear problemas de conductas contables y/o financieras de dudosa legalidad ante el Consejo Fiscal (en Brasil, un órgano análogo al Comité de Auditoría), en un intento por cumplir mejor con la ley Sarbanes-Oxley;
- Migración de los accionistas minoritarios de las sociedades subsidiarias CPFL Paulista, CPFL Piratininga y CPFL Geração a CPFL Energia luego de un acuerdo de canje de acciones por un valor de R\$ 553 millones (US\$ 242 millones) y que involucró a 56.800 accionistas;
- Instauración de una Oficina de Conformidad responsable del cumplimiento de las exigencias normativas en todos los mercados donde se cotizan las acciones de la compañía. Estas normativas incluyen la sección 404 de la ley Sarbanes-Oxley;
- Estructuración del plan de sucesión a partir del nivel directivo;
- Creación de varios programas de educación de la compañía;
- Instauración de un proceso de evaluación del desempeño;
- Instauración de una política respecto del tráfico de información privilegiada;
- Sistematización de comparaciones de las prácticas de gobierno corporativo con referencias nacionales e internacionales.

Hoy en día, el Directorio consta de siete miembros. Tres son designados por VBC Participações, dos por 521 Participações y uno por Bonaire Participações. El último miembro es un Director independiente que también representa a los accionistas minoritarios. Cada uno de los miembros del Directorio permanece un año en el cargo, con posibilidad de reelección.

En la actualidad, el Directorio cuenta con tres comités asesores:

- **Comité de personal**, a cargo de analizar los asuntos relacionados con el manejo del personal de la compañía, evaluar el desempeño de los principales ejecutivos y del mecanismo de elección del Gerente General;
- **Comité de procesos y controles internos**, a cargo de supervisar los principales procesos y controles;
- **Comité de transacciones con partes relacionadas**, a cargo de evaluar los contratos con terceros relacionados.

Desde la privatización de la compañía, los cargos de Presidente del Directorio y de Gerente General han sido ocupados por diferentes personas.

El Gerente General es elegido por el Directorio, pero no forma parte del Directorio.

Además del Gerente General, quien es un Director reglamentario, los restantes Directores reglamentarios (cinco Vicepresidentes Ejecutivos) tampoco son miembros del Directorio. Todos ocupan el cargo durante dos años, con posibilidad de reelección.

Existen dos aspectos importantes a considerar:

- A pesar de que los restantes Directores reglamentarios son formalmente elegidos por el Directorio, en la práctica son designados por el Gerente General; y
- Existe una diferencia clara entre las decisiones que pueden tomar los Directores reglamentarios y aquellas que pueden tomar el Directorio, diferencia que está consignada en los estatutos de la compañía y en el acuerdo de los accionistas.

Los aspectos mencionados a continuación son importantes respecto de las remuneraciones:

El Directorio recibe una remuneración mensual fija (determinada de acuerdo a parámetros de mercado) que es independiente de la cantidad de reuniones realizadas. El Directorio no recibe ningún otro tipo de compensación;

Los Directores reglamentarios y los restantes funcionarios de la compañía reciben remuneraciones fijas y variables (bono por el cumplimiento de las metas de desempeño) basadas en parámetros de mercado. Desde 2006, los Directores reglamentarios

también han recibido una forma adicional de compensación variable, que se calcula sobre la base de pseudo-existencias.

La remuneración total estimativa del Directorio, los Directores reglamentarios y el Consejo Fiscal se hace pública (sin desglosar) en la Asamblea General Anual de la compañía que se celebra en abril de cada año.

Definición de Responsabilidades en cuanto a Gobierno Corporativo

CPFL ha asignado responsabilidades claras por las políticas y prácticas de gobierno corporativo a diversos organismos. En particular, a partir de abril de 2003 la compañía dispone de un Departamento de Gobierno Corporativo en pleno funcionamiento dirigido por Marco da Camino Ancona Lopez Soligo, quien responde directamente ante el Gerente General, Wilson P. Ferreira Júnior.

La compañía sistemática y continuamente evalúa sus prácticas de gobierno corporativo y siempre considera modificaciones para mejorar.

Reconocimiento al Gobierno Corporativo

En 2005, en una encuesta realizada por la revista *Institutional Investor* que involucró a más de 100 analistas y directores de cartera, CPFL recibió la distinción de ser la mejor en América Latina en Gobierno Corporativo y ocupó el primer lugar en 'Gobierno Corporativo – Compañías Eléctricas de América Latina

En 2006, la compañía se adjudicó una mención honrosa en la premiación de 'Mejor en Gobierno Corporativo' luego de una encuesta realizado por *IR Magazine*, una de las publicaciones más importantes en el tema de los mercados de capital en Brasil donde participan más de 200 destacados expertos nacionales en asuntos de mercados de capital.

El Buen Gobierno Corporativo se Traduce en Mejor Desempeño de las Acciones

Si bien no exclusivamente por su buen gobierno corporativo, las acciones de CPFL han mostrado un muy buen desempeño en los últimos años, con un aumento de precio de R\$ 16,43 (US\$ 6,22) el 31 de diciembre de 2004 a R\$ 27,06 (US\$ 11,56) el 31 de diciembre de 2005, un incremento de 64,7%.

Hoy, las acciones de CPFL (BOVESPA - CPFE3; NYSE - CPT) forman parte de los siguientes índices:

- IBRX 100 – las 100 acciones de mayor presencia bursátil;
- IEE – Índice de Acciones Eléctricas;

- IGC – Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado;
- ITAG – Índice de Acciones con Tag-Along Diferenciado; y
- ISE – Índice de Acciones con Sostenibilidad Corporativa.

Las acciones de la compañía forman parte del índice Dow Jones Brazil Titans 20 ADR, compuesto por los principales ADR de Brasil que se cotizan en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE).

En 2005, las acciones de la compañía tuvieron un excelente desempeño en los índices accionarios de los principales mercados de capital. En el mercado nacional, las acciones registraron un alza de 64,8% frente al 42,9% del Índice de Energía Eléctrica (IEE) y 27,7% del índice accionario BOVESPA (Ibovespa). Los ADR de CPFL registraron un alza de 85,5% frente al 47,5% del índice Dow Jones Brazil Titans 20 ADRs y la depreciación de 0,6% del Promedio Industrial de Dow Jones.

A fines 2005, la compañía registró una capitalización de mercado de R\$ 12.982 millones (US\$ 5.548 millones) que se compara favorablemente con los R\$ 7.420 millones (US\$ 2.800 millones) en 2004. Tenía 479.756.730 acciones ordinarias valorizadas a R\$ 27,06 por acción en BOVESPA (US\$ 34,69 por ADR en NYSE).

Resultados Financieros

CPFL Energia divulga sus ingresos de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad GAAP de Brasil y GAAP de Estados Unidos (y concilia los GAAP de Brasil con los GAAP de Estados Unidos). En 2005, CPFL informó ingresos brutos por concepto de ventas de R\$ 10.904 millones (US\$ 4.660 millones), un aumento de 14% respecto del año anterior. Los ingresos netos por este concepto sumaron R\$ 7.739 millones (US\$ 3.307 millones), 15% más que los R\$ 6.736 millones (US\$ 2.542 millones) de 2004.

El margen EBIDTA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) a su vez fue de R\$ 2.100 millones (US\$ 906 millones) en 2005, lo que equivale a un incremento de 26% en comparación con los R\$ 1.700 millones (US\$ 634 millones) de 2004.

De este modo, la compañía informó su mejor ingreso neto de todos los tiempos con R\$ 1.021 millones (US\$ 436 millones) en 2005, incremento de 266% si se compara con los R\$ 279 millones (US\$ 105 millones) de 2004. Otros resultados financieros anuales incluyen:

- Costos y gastos netos:
 - 2004 – R\$ 4.306 millones (US\$ 1.625 millones);
 - 2005 – R\$ 4.594 millones (US\$ 1.963 millones);

- Efectivo neto:
 - 2004 – R\$ 818 millones (US\$ 309 millones);
 - 2005 – R\$ 1.029 millones (US\$ 440 millones);
- Efectivo proyectado para fines de 2006 - R\$ 323 millones (US\$ 145 millones).

En 2005, los aspectos más destacados fueron el aumento de 4,7% en las ventas de energía eléctrica y un alza de 114% en las ventas de CPFL al mercado libre de Brasil. El resultado fue vigorizado asimismo por el aumento en la capacidad instalada con la puesta en servicio de las plantas hidroeléctricas de Monte Claro para iniciar sus operaciones comerciales a fines de diciembre de 2004.

En términos generales, los resultados consistentes y cada vez mejores registrados en los últimos años son un reflejo de la estrategia de la compañía que se basa en prácticas avanzadas de gobierno corporativo y el aprovechamiento de las crecientes sinergias por la combinación de disciplina financiera corporativa y prácticas de sostenibilidad y responsabilidad corporativa.



Embraer

Ubicada en Sao José dos Campos, Brasil, los orígenes de Embraer se remontan a 1969 cuando fue creada como empresa estatal para luego ser privatizada el 7 de diciembre de 1994. Desde su privatización, Embraer se ha transformado en uno de los principales fabricantes de aeronaves comerciales del mundo. Para lograrlo, se concentra en segmentos específicos de mercado con gran potencial de crecimiento en la aviación comercial, de defensa y ejecutiva. De similar importancia, Embraer brinda un paquete superior de productos que incluye soporte integral a sus aeronaves y asistencia post-venta para repuestos, servicio y asistencia técnica. La compañía tiene cinco plantas en Brasil ubicadas en diferentes lugares, como asimismo subsidiarias, oficinas y bases de asistencia técnica y de distribución de piezas en China, Singapur, Estados Unidos, Francia y Portugal. En diciembre de 2005, todas estas instalaciones sumaban una fuerza laboral de más de 16.900 empleados.

La privatización de Embraer en 1994 implicó un proceso de profunda transformación cultural, según el cual la anterior cultura orientada a la industria y a la ingeniería que predominó durante los años en que la empresa era de propiedad estatal se fusionó con la nueva cultura empresarial y orientada a la gestión aportada por los nuevos accionistas mayoritarios. La evolución del gobierno corporativo de la compañía constituye una parte integral de la transformación cultural que ha vivido Embraer.

Hoy, el Estado brasileño considera que Embraer es una compañía estratégica, condición que tiene diversas implicancias para el gobierno de la compañía:

- La notificación de privatización de Embraer estipula que los intereses de entidades extranjeras en el capital con derecho a voto de la compañía quedaría limitado a 40%.
- El gobierno brasileño mantiene en su poder una clase especial de acciones o “Acción Dorada” (acción con derechos especiales). Si bien la Acción Dorada entrega al Estado los mismos derechos a voto que cualquier acción común a su respectivo tenedor, incluye además poder de veto respecto de cambios en el control o el objeto social y la creación y alteración de los programas de defensa, entre otros.

Como resultado de la privatización, la compañía no sólo recuperó su solvencia financiera, sino además pudo embarcarse en un nuevo proceso de expansión impulsado principalmente por el proyecto de la familia de aviones ERJ 145. En los años siguientes, Embraer aumentó sustancialmente su participación en el mercado aeronáutico con el lanzamiento de la familia EMBRAER 170/190 y el avión ejecutivo

Legacy, así como el de las aeronaves para Inteligencia, Vigilancia y Reconocimiento (ISR, por sus siglas en inglés) y el proyecto ALX/Super Tucano. Todo lo anterior le significó un sostenido aumento en sus ingresos dentro de mercados muy diversificados.

Tanto el desarrollo de nuevos productos como el futuro crecimiento de Embraer dependen de su flexibilidad para acceder a los mercados de capital. El 21 de julio de 2000, Embraer emitió simultáneamente nuevas acciones en las bolsas de valores de Nueva York y de Sao Paulo. Su expansión a los mercados internacionales de capital le permitió recaudar US\$ 250 millones para sustentar el desarrollo de la familia de aviones EMBRAER 170/190 (lanzados en 1999).

En años más recientes tuvieron lugar diversos acontecimientos importantes que consolidaron de manera sostenible y próspera el desarrollo económico y social de la compañía, como la entrada en servicio de la nueva familia de jet comerciales EMBRAER 170/190, programa que significó inversiones por aproximadamente US\$ 1.000 millones; la confirmación de la incursión de Embraer en el Mercado de la Aviación Ejecutiva, con el lanzamiento de nuevos productos como los jet ejecutivos Phenom 100, Phenom 300 y Lineage 1000; y el aumento de la presencia de Embraer en el Mercado de Servicios Aeronáuticos con la adquisición de empresas especializadas en mantenimiento, reparación y revisión, como OGMA – Indústria Aeronáutica de Portugal.

Con una familia bien consolidada de aviones de pasajeros regionales, Embraer se sitúa entre los principales fabricantes de aviones comerciales del mundo. Aunque históricamente ha estado orientada al mercado de los jets pequeños a medianos (de 30 a 50 pasajeros), hace unos pocos años la compañía comenzó a producir una nueva familia de jets de pasajeros en la categoría de 70 a 110 asientos. Hoy, Embraer se impone como fabricante líder de jets comerciales para el transporte de hasta 110 pasajeros. En el segmento de mercado de las aeronaves de defensa, Embraer también ocupa un sólido sitio según lo atestiguan las más de 20 fuerzas aéreas del mundo que operan aviones y sistemas de defensa de Embraer en sus misiones de vigilancia, combate, y entrenamiento. Además, el mercado de jets para ejecutivos proporciona considerables oportunidades de crecimiento a Embraer y la compañía espera ofrecer productos en todas las categorías de este mercado, desde los “ultralivianos” hasta los “ultra grandes”. Embraer se ha esforzado por entender y responder a las necesidades del mercado y de los clientes y está permanentemente mejorando sus productos y la asistencia al cliente, tanto en aeronaves comerciales como ejecutivas.

Entre 1995 y 2005, Embraer exportó US\$ 20.000 millones en productos y servicios y entre 1999 y 2001 se erigió como el principal exportador brasileño. En este período de 10 años, la compañía aportó US\$ 8.000 millones a la balanza comercial del país.

Reestructuración del Capital y Estructura Patrimonial

Antes de 2006, la estructura de capital de Embraer estaba limitada por el Derecho Empresarial Brasileño en términos de la distribución entre acciones comunes y acciones preferenciales. Esta estructura de capital no sólo le restringía el acceso a los mercados de capital, sino además coartaba la liquidez accionaria de la compañía al impedir la adopción de normas de gobierno corporativo de mayor nivel. Sin embargo, el 31 de marzo de 2006, la mayoría de los accionistas de Embraer, incluido los tenedores de acciones comunes, preferenciales y en depósito en Estados Unidos (ADS), aprobó la propuesta de reestructuración de capital de Embraer, la cual consiste en una simplificación de la estructura patrimonial de la empresa que ahora pasa a tener una única clase de acciones (acciones comunes) y le permite aplicar mejores prácticas de gobierno corporativo y de transparencia.

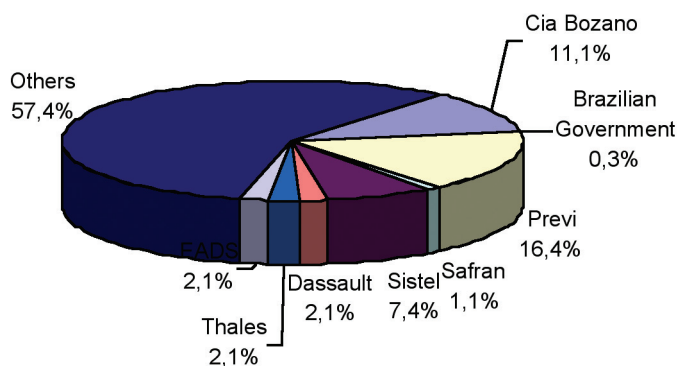
Como objetivo estratégico, la reestructuración de Embraer apunta a la creación de bases para dar sostenibilidad, crecimiento y continuidad a los negocios y las actividades de la compañía. En efecto, la reestructuración aprobada puso fin a los bloques de accionistas mayoritarios y gracias a ella, Embraer se transformó en la principal sociedad anónima de Brasil con una composición patrimonial totalmente dispersa, condición que debería propiciar el acceso de Embraer a los mercados de capital y aumentar sus posibilidades de encontrar fuentes frescas de financiamiento. Por otra parte, es probable que gracias a la reestructuración y a los derechos de voto otorgados por igual a todos los accionistas aumente la liquidez y mejoren los medios para participar en los asuntos de la compañía. En otras palabras, al no existir un bloque de control permanente e inamovible, los accionistas estarán obligados a reunirse, evaluar y depender de la convergencia de sus intereses para adoptar decisiones en cada Asamblea General de Accionistas.

El 5 de junio de 2006, Embraer inició la comercialización de sus acciones comunes de serie única en el prestigioso segmento basado en el nivel de su gobierno corporativo en Novo Mercado de la Bolsa de Valores de Sao Paulo, BOVESPA. Los certificados norteamericanos de depósito de acciones extranjeras de Embraer (en el marco de su programa de ADS Nivel III) también se transan en la Bolsa de Valores de Nueva York. Cada ADS representa cuatro acciones comunes de Embraer.

Los nuevos estatutos de Embraer aprobados en marzo de 2006 crearon mecanismos de protección para asegurar no sólo la dilución del control accionario, sino también la tenencia de la mayoría de votos de la compañía por parte de accionistas brasileños, de modo que el poder de decisión quedara en manos de individuos brasileños. Lo anterior es coherente con la condición estipulada en el proceso de privatización de la compañía que restringe la participación extranjera a 40%. En este sentido, rigen los siguientes mecanismos:

- Ningún accionista o grupo de accionistas, ya sea nacional o extranjero, podrá votar en una Asamblea General de Accionistas con más de 5% de todas las acciones en circulación. Esta restricción intenta prevenir la excesiva concentración de acciones o ADS en las manos de un único accionista o grupo de accionistas;
- El total de los votos otorgados a accionistas extranjeros, ya sea individual o colectivamente, está restringido al 40% de todos los votos que se emitan en la Asamblea General;
- Ningún accionista o grupo de accionistas podrá adquirir una participación igual o superior a 35% del capital accionario de Embraer, a no ser que sea autorizado expresamente a ese efecto por el Gobierno Federal en su calidad de tenedor de la Acción Dorada (capital social con derechos especiales) y sujeto siempre a la celebración de una Oferta Pública de Adquisición (OPA); y
- La estructura patrimonial de Embraer debe ser divulgada cada vez que: (i) la participación de un accionista sea igual o superior a 5% de las acciones de la compañía; y (ii) cualquier participación accionaria sea superior a 5% del capital de Embraer.

Antes de la reestructuración de capital, Cia. Bozano, Previ y Sistel, los principales accionistas mayoritarios de Embraer, eran propietarios de 60% de las acciones comunes en circulación y estaban sujetos a un acuerdo de accionistas que dividía equitativamente la participación de cada uno en 20,0% de las acciones. El Gobierno de Brasil tenía 0,8% de las acciones comunes, además de la Acción Dorada. El acuerdo de accionistas terminó una vez efectuada la reestructuración de capital y Cia. Bozano, Previ y Sistel quedaron como tenedores de 11,1%, 16,4% y 7,4% de las acciones, respectivamente. Además, un grupo de destacadas empresas aeronáuticas europeas – Dassault Aviation, EADS y Thales – poseen cada una 2,1% de las acciones y SAFRAN (conocida anteriormente como Snecma) posee 1,1%. El Gobierno de



Brasil retiene 0,3% del capital; el restante 57,4% en libre circulación se transa en los mercados locales e internacionales, según se muestra en el siguiente gráfico.

A fin de demostrar al mercado que los ex accionistas mayoritarios y la administración de Embraer siguen comprometidos con la compañía y creen en su futuro, se aprobó un bloqueo de seis meses durante el cual estos ex accionistas mayoritarios están impedidos de comercializar sus respectivas acciones.

Perfeccionamiento del Gobierno Corporativo

La reestructuración del capital era sólo una parte de la estrategia de Embraer para hacer crecer la compañía y aumentar su valor. La otra parte incluyó la adopción de un modelo de gobierno corporativo que hiciera una clara distinción entre las responsabilidades del Directorio, los Altos Ejecutivos y el Consejo Fiscal.

Hoy, el Directorio es responsable de aprobar y vigilar la estrategia de la compañía, como asimismo los presupuestos anuales y los programas de inversión incluidos en el Plan de Acción preparado por los ejecutivos.

El actual Directorio de Embraer fue elegido el 31 de marzo de 2006 y consta de 11 miembros y sus respectivos suplentes. A fin de asegurar la estabilidad de las acciones corporativas y la continuidad de las directrices administrativas en el período inmediatamente posterior a la aprobación de la reestructuración del capital, el Directorio inicialmente se mantendrá tres años en su cargo. Después de este período, se cumplirá con el mandato máximo de dos años.

Durante este período de transición, el señor Maurício Novis Botelho, Presidente del Directorio de la compañía, también desempeñará el cargo de Gerente General hasta abril de 2007, fecha en la cual el Directorio elegirá un nuevo Gerente General. A partir de esa fecha, queda terminantemente prohibido que un miembro del Directorio ocupe simultáneamente algún alto cargo de la compañía. Con la excepción del Gerente General, el representante del gobierno brasileño y los dos representantes de los empleados de Embraer, todos los demás miembros del Directorio son independientes.

El Directorio designa un Comité Ejecutivo conformado por hasta cuatro miembros. El objetivo de este Comité es ayudar al Directorio a desempeñar sus funciones en asuntos como políticas de remuneración de los ejecutivos, decisiones estratégicas y medidas referidas al gobierno corporativo.

Los Altos Ejecutivos de Embraer son responsables de velar por la gestión cotidiana de los asuntos de la compañía. El Gerente General y el Gerente de Finanzas eran profesionales contratados después de la privatización de la compañía, mientras que la mayoría de los demás Altos Ejecutivos hicieron sus respectivas carreras en la compañía.

En 1998, Embraer puso en marcha un plan que vincula la participación de los empleados en las utilidades con el pago de dividendos. Cada vez que la compañía paga dividendos a sus accionistas, también distribuye hasta el 25% del monto pagado en dividendos entre los empleados que cumplieron las metas estratégicas fijadas en el Plan de Acción y que recibieron la aprobación del Directorio. Por consiguiente, el Plan de Participación en las Utilidades de Embraer se traduce en una verdadera asociación entre los accionistas, los Altos Ejecutivos y los empleados que ayuda a aumentar la productividad y asegura la convergencia de los intereses de los accionistas con aquellos de los empleados.

Según el plan, la compañía puede pagar a discreción montos adicionales de hasta 5% del pago de dividendos a los Altos Ejecutivos y a algunos empleados que hayan mostrado un desempeño excepcional. En abril de 2005, el Directorio aprobó la modificación de algunos aspectos del Plan de Participación en las Utilidades de la compañía en lo que se refiere al reparto del 5% adicional. Estas modificaciones se basaron en las recomendaciones hechas por un Comité Asesor del Directorio constituido en 2004 con el propósito de revisar las políticas de compensación de Embraer. La nueva política dispone que la distribución adicional de hasta 5% quede limitada a un monto equivalente a 50% del ingreso neto de la compañía una vez realizados ciertos ajustes por los flujos de caja. Para los Altos Ejecutivos y algunos empleados superiores, dos terceras partes del monto a distribuir serán entregados en efectivo y la restante tercera parte en forma de “acciones comunes virtuales”. Los pagos relacionados a esta tercera parte se efectuarán en un período de tres años utilizando un precio promedio ponderado por acción. Esto significa que el valor de estos pagos queda ligado al futuro desempeño de las acciones de la compañía en el mercado. El Directorio y el Consejo Fiscal no tienen derechos a recibir pago alguno en virtud de este Plan de Participación en las Utilidades. Su remuneración se basa en análisis de mercado realizados por una empresa consultora especializada en recursos humanos.

Para el año fiscal terminado al 31 de diciembre de 2005, la compensación global pagada al Directorio, el Consejo Fiscal y los Altos Ejecutivos sumó US\$ 8,8 millones.

La principal responsabilidad del Consejo Fiscal es la de supervisar las acciones de los Altos Ejecutivos y verificar que los estados financieros cumplan con las políticas de transparencia y buen gobierno corporativo. En vista de las exigencias que impone la ley de Sarbanes-Oxley 2004 a las grandes compañías extranjeras registradas en los mercados de Estados Unidos, Embraer ejecutó diversas adaptaciones a su Consejo Fiscal, las cuales incluyeron cambios:

- En su composición, que significó la adición de un miembro que opera como especialista financiero, y
- En sus normativas internas, para distribuir las responsabilidades y ampliar el campo de aplicación de las evaluaciones y análisis realizados por sus miembros.

Debido a lo anterior, el Consejo Fiscal de Embraer ahora está compuesto por cinco miembros en funciones, uno de los cuales es un especialista financiero. Todos ellos son designados por un período de un año. Este nuevo Consejo Fiscal cumple plenamente con las exigencias de la Comisión de Valores y Bolsas de Estados Unidos (SEC).

Además de estar registrada en la Bolsa de Valores de Nueva York, a partir de 2001 Embraer divulga simultáneamente sus estados financieros trimestrales y anuales de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad GAAP de Brasil y GAAP de Estados Unidos.

Los Auditores Externos de la compañía son responsables ante el Directorio en pleno, mientras que la función de auditoría interna es de responsabilidad de la oficina de riesgos y controles internos de la compañía que está bajo la supervisión del Gerente de Finanzas. Este último informa al Consejo Fiscal, de modo que se asegure su independencia y competencia necesaria para evaluar el diseño de los controles internos de la compañía en los asuntos de presentación de informes financieros.

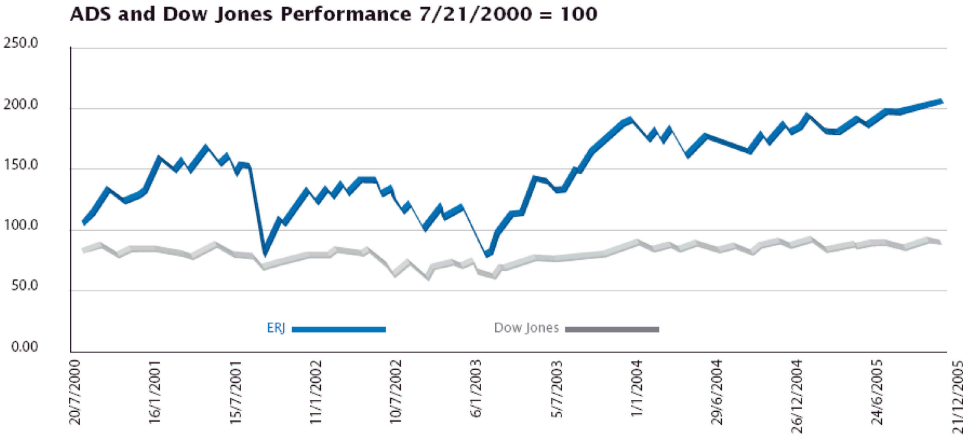
Además de estar sujeta a las reglas de Novo Mercado, las cuales incluyen normas sobre gobierno corporativo, Embraer adoptó y cumple una política de libre acceso a información que exige la divulgación pública de toda información pertinente en el marco de las directrices establecidas por la Comissão de Valores Mobiliários, CVM, (la comisión de bolsas y valores de Brasil). También adoptó una política respecto del tráfico de información privilegiada que, entre otros aspectos, determina períodos de bloqueo informativo y exige que quienes posean información privilegiada comuniquen a sus directivos toda transacción que involucre valores de la compañía.

Los Resultados

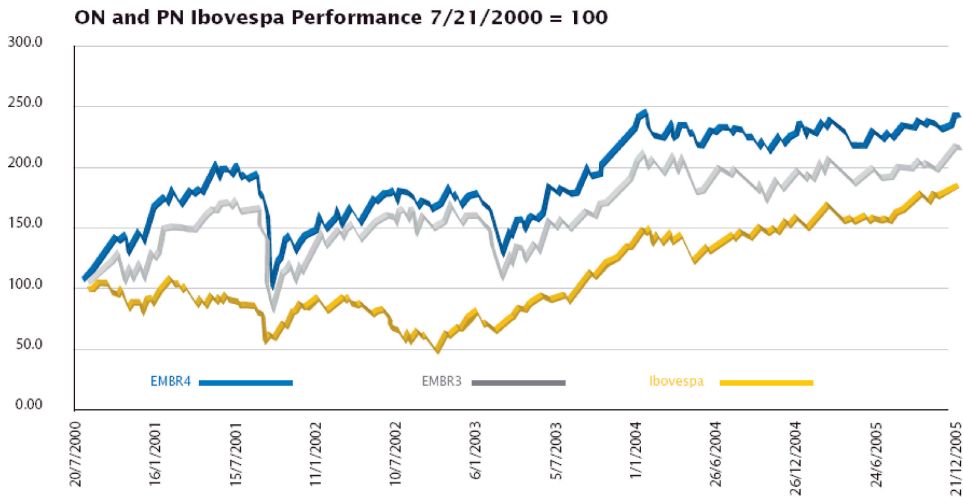
Sin lugar a dudas, el compromiso asumido por Embraer respecto de sus inversionistas, su sólida estructura gerencial y la adopción de prácticas óptimas de gobierno corporativo han tenido efectos muy positivos en el valor de mercado de la compañía en estos últimos años. A fines de 2005, Embraer informó haber cumplido hitos de importancia. Sus ventas netas aumentaron 11,3% entre 2004 y 2005 y alcanzaron la suma récord de US\$ 3.829 millones, la más alta registrada en la historia de la compañía. El ingreso neto fue de US\$ 445,7 millones en 2005, 17,2% más que en 2004. Al 31 de diciembre de 2005, el efectivo neto era de US\$ 360,1 millones, en comparación a US\$ 22,1 millones a fines de 2004, esto es, se multiplicó más de 16 veces. El total de gastos de explotación, incluida participación en las utilidades y gastos en investigación y desarrollo fue US\$ 650 millones al cierre del año 2005, 3.38% más que el US\$ 629 millones registrado el año anterior.

En este período, Embraer generó un patrimonio de gran magnitud para sus inversionistas: la capitalización de mercado aumentó US\$ 4.800 millones en los últimos

seis años, de US\$ 2.200 millones en diciembre de 1999 a US\$ 7.000 millones en diciembre de 2005 (entre 2004 y 2005, este valor aumentó 16,67%, de US\$ 6.000 millones a US\$ 7.000 millones). En el mismo período, Embraer distribuyó US\$ 943 millones en dividendos a sus accionistas y el precio de sus acciones creció 157%, aumentando de R\$ 7,01 en diciembre de 1999 a R\$ 18,00 a fines de 2005, período en el cual el Índice Ibovespa subió sólo 98% (entre 2004 y 2005, el precio de sus acciones aumentó 14%, de R\$ 15,80 (acciones comunes) a R\$ 18,00).



En forma similar, las ADS de la compañía registradas en la Bolsa de Nueva York se transaron en hasta US\$ 39,10 en la última sesión de 2005, un aumento de 111% desde su registro en julio de 2000.



El mercado reconoce y alaba los avances de Embraer en materia de gobierno corporativo. *Institutional Investor Research Group*, compañía líder en investigaciones de mercados de valores en América Latina, otorgó a Embraer el primer lugar en la encuesta *Best Buy-Side Investor Relations Survey* de 2005. Esta calificación se basó en los resultados recopilados en encuestas de opinión que consultaron a 53 inversionistas en compras y 59 analistas de ventas.

El mercado también reconoce el nivel excepcional de las normas de transparencia adoptadas por Embraer. La compañía fue seleccionada durante siete años consecutivos como una de las 10 finalistas y resultó ganadora en 2000 del premio por la Transparencia de los Estados Financieros otorgado por la Asociación Nacional de Ejecutivos de Finanzas, Administración y Contabilidad (ANEFAC) de Brasil. Además, la Asociación Brasileña de Compañías Cotizadas en Bolsa (ABRASCA) ubicó a Embraer entre las 10 finalistas en la edición 2005 de su informe anual.

Por último, también se ha reconocido el sostenido énfasis que pone Embraer en cumplir con elevados estándares sociales y ambientales, como lo demuestra su posición muy por encima de sus competidores industriales en el Índice de Dow Jones en materia de sostenibilidad y en el Índice de BOVESPA en materia de sostenibilidad corporativa.

Embraer está convencida que la consecución de altos niveles de gobierno corporativo es una jornada, no un destino. En el transcurso de los últimos tres años, se han perfeccionado muchas de las prácticas de gobierno corporativo de la compañía, entre las cuales hay que mencionar el término de su proceso de reestructuración durante el primer semestre de 2006. En la actualidad, Embraer se encuentra en un proceso de transición de ser una compañía con patrimonio bien definido hacia otra con participación accionaria dispersa. La compañía ha asumido el compromiso de realizar los ajustes necesarios para satisfacer las nuevas demandas del mercado. Con los estándares más elevados de gobierno corporativo y transparencia, Embraer espera mantener su perfil de compañía amigable con sus inversionistas en los años venideros.



Ferreyros

Ferreyros fue fundada en 1922 por cuatro peruanos y su actividad principal hoy es la importación y venta o arrendamiento de maquinaria y equipos con el debido soporte a los productos mediante la venta de repuestos y servicios de taller. En 1942, la compañía incorporó la distribución de equipos y maquinaria Caterpillar sobre orugas, negocio que hoy es el rubro comercial más importante; en 2005, representó 88% de sus ventas. En su cartera se incluyen diversas otras marcas de productos muy conocidas.

Ferreyros a fines del año 2005 tenía aproximadamente 1.200 empleados y 700 accionistas. A la fecha, las cinco administradoras de fondos de pensiones (AFP) mantienen más de 40% de las acciones de la compañía en su cartera. Los siguientes son los accionistas con más de 5% de las acciones de la compañía, cuatro de los cuales son AFPs:

- Integra – FONDO 2 – 11,40%;
- Nueva Vida – FONDO 2 – 10,03%;
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A. – 9,63%;
- Horizonte – FONDO 2 – 9,17%;
- Horseshoe Bay Limited – 6,46%; y
- Profuturo – FONDO 2 – 6,00%.

A fines de 2005, sólo seis inversionistas tenían una participación accionaria de más de 5%. Las tenencias de cada uno de los demás representaban menos de 5% y 43,7% de las acciones eran capital flotante. Las acciones de la compañía están incluidas en el Índice de la Bolsa de Valores de Lima.

A fines de julio de 2006, la capitalización de mercado de Ferreyros sumaba US\$ 191 millones, lo cual significa un aumento de 62% en comparación con los US\$ 118 millones de fines de 2005. La capitalización de mercado a fines del año 2004 fue similar a la de 2005. Ferreyros facturó en el año 2005 más de US\$ 300 millones.

Reseña de la Compañía y su Estrategia

La estructura patrimonial y de control de Ferreyros ha evolucionado considerablemente en el tiempo, al igual que la cantidad de accionistas y la estructura de sus tenencias. La primera generación de socios fundadores traspasó sus pertenencias a la segunda generación, donde no todos los miembros tuvieron interés en formar parte del negocio. En esta etapa de evolución de la compañía, sus accionistas mayoritarios determinaron que Ferreyros debía: (i) poner la gestión de la compañía en manos de nuevos administradores profesionales; (ii) registrar sus acciones en la Bolsa de Valores

de Lima (BVL) para atraer y facilitar la transferencia de los intereses de Ferreyros a nuevos propietarios; y (iii) perfeccionar el gobierno corporativo a fin de atraer inversiones y mejorar los controles y el desempeño de la compañía. Es así como Ferreyros se incorporó a la Bolsa de Valores de Lima en 1971, para finalmente convertirse en una empresa con una amplia y diversa base de accionistas.

A principios de los años noventa, la compañía determinó que para mantener este crecimiento en el tiempo, su participación en el mercado de capitales peruano no debía restringirse a la emisión de acciones, sino además debía incluir la venta de bonos. De este modo, en 1994 se autorizó la primera emisión de bonos por US\$ 5 millones. Desde esa fecha, la empresa realizó cuatro emisiones adicionales de bonos (1994, 1996, 1999 y 2002). En 2001, registró un programa de instrumentos negociables que en el período de dos años colocó 11 emisiones por un valor de US\$ 49 millones y en 2004 otro programa de bonos que colocó cinco emisiones por US\$ 50 millones. En todas las ocasiones en que Ferreyros lanzó estos instrumentos en Perú, se vio recompensada por una demanda de suscripción que sobrepasó en hasta tres veces la oferta de los montos emitidos. En la Asamblea General de Accionistas de marzo de 2006, los accionistas aprobaron el registro de un programa combinado de bonos y efectos negociables (en el Perú, denominados “papeles comerciales”) por un valor de hasta US\$ 90 millones.

Gobierno Corporativo

Con el objetivo de incluir una gran variedad de perspectivas y fomentar la diversidad de opiniones, los estatutos de la compañía disponen que el Directorio debe estar compuesto por entre 8 y 12 miembros. En la actualidad, el Directorio consta de 8 directores con diferente experiencia profesional que contribuyen a mejorar el proceso de toma de decisiones en Ferreyros.

La compañía durante muchos años tuvo dos directores independientes, pero en la elección de Directorio de 2005 se incorporaron tres directores independientes seleccionados por las administradoras de fondos de pensiones que sumados a uno de los anteriores, elevó el número de independientes a cuatro. Por otra parte, los comités del Directorio aumentaron de uno a tres a partir de 2005: el Comité de Administración General y Gobierno Corporativo, el Comité de Auditoría y el Comité de Recursos Humanos. Cada uno de los comités sesiona trimestral o semestralmente y consta de cinco directores, de los cuales uno o dos son independientes.

El Directorio se reúne todos los meses y sus sesiones se protocolizan minuciosamente. La totalidad de las sesiones del Directorio de los últimos años contó con una asistencia superior al 80%. La remuneración del Directorio se determina sobre la base de los resultados logrados por la compañía, ya que los estatutos estipulan que tiene derecho a recibir el 6% de las utilidades de libre disposición de ésta. Es la única forma

de remuneración que perciben los miembros del Directorio. La remuneración de los miembros del Directorio y la compensación de los ejecutivos se divulga, sin desglosar, en el informe anual como porcentaje del ingreso total de la compañía. Aproximadamente 25% de la compensación que reciben los ejecutivos también se basa en los resultados de la compañía.

Todas las funciones del Directorio, el Presidente y los ejecutivos de Ferreyros están definidas claramente. Los ejecutivos consideran al Directorio como una entidad creadora de valor, que además es responsable de aprobar la estrategia de la compañía. Por su parte, el Directorio vigila el desempeño de los ejecutivos y prepara el informe respectivo para los accionistas, el cual se incluye en el Informe Anual de la compañía. El gerente general no puede ocupar el cargo de Presidente del Directorio, pero elige los altos cargos. A través de la publicación de “Hechos de Importancia” se mantiene informado al mercado sobre cualquier acontecimiento trascendente. Por último, desde el punto de vista de la organización, el Comité de Gobierno Corporativo está a cargo de diseñar y vigilar los programas de buen gobierno corporativo de Ferreyros.

Para asegurar la calidad y la transparencia de la información, se cuenta con un Departamento de Auditoría Interna que informa directamente al Directorio. Los estados financieros son examinados por una empresa de auditoría seleccionada por el Directorio conforme a las potestades que le fueron otorgadas por la Asamblea de Accionistas. A este efecto, se adoptó una política de contratación que incorpora la posibilidad de renovar anualmente los contratos y de ampliar los períodos de renovación de éstos por encima de cinco años luego de una evaluación muy rigurosa de la satisfacción con el nivel de servicio y con la exigencia de rotar el socio auditor y/o su personal. Tal como lo aconseja un buen gobierno corporativo, la compañía se abstiene de contratar a la empresa de auditoría externa para realizar otros servicios aparte de la auditoría de los estados financieros, de modo que los servicios de consultoría legal y tributaria son llevados a cabo por otras empresas no relacionadas. Los Auditores Externos son responsables frente al Directorio.

Asimismo, la compañía adoptó un “Código de Conducta Interno para asegurar el cumplimiento de las obligaciones que emanan del registro de sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores”. Estas normas reflejan la política de la compañía de adherir a prácticas recomendadas tanto en materia de franqueza como de divulgación. El Código define procedimientos internos que permiten que el representante de la compañía ante el mercado de valores (denominado “representante bursátil”) divulgue los hechos relevantes al mercado dentro del tiempo estipulado. Este mismo Código de Conducta define la política de negociación de acciones de la compañía y señala las obligaciones y procedimientos que deben seguir los directores, los ejecutivos, los empleados y los asesores que manejan información privilegiada. Por otra parte, prohíbe terminantemente el mal uso o divulgación no autorizada de información interna y sobre la misma base castiga el tráfico de información privilegiada.

La compañía notifica al mercado cualquier acontecimiento de importancia que tenga lugar un día después de su ocurrencia, emite estados financieros trimestrales y estados financieros anuales. Ferreyros comenzó a publicar sus resultados financieros trimestrales mucho años antes de que cualquier ley exigiera esta divulgación y antes de la adopción de los principios voluntarios de gobierno corporativo en Perú. A partir de 2004, Ferreyros incluye una declaración acerca del nivel de cumplimiento de la compañía con los principios de gobierno corporativo en todos sus informes anuales.

Ferreyros publica su informe anual en sitios en Internet accesibles al público y en él divulga su estructura patrimonial. Además, la lista de todos los accionistas con más de 5% de sus acciones se publica en el sitio de Internet y en el sitio de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) de Perú, mientras que cualquier cambio en estas tenencias se informa de inmediato. En su informe anual consigna asimismo el número de accionistas que pertenecen a niveles accionarios específicos (más de 5%, entre 1% y 5%, menos de 1%). No existen acuerdos en bloque entre sus accionistas.

La compañía participa por su cuenta en reuniones con inversionistas institucionales organizadas por bancos de inversión, realiza una presentación anual a las administradoras de fondos de pensiones de Perú (los inversionistas institucionales más importantes del país) y sostiene reuniones individuales con inversionistas institucionales a solicitud de éstos o cuando se pretende llevar a cabo nuevas colocaciones.

En 1997, los accionistas de la compañía aprobaron la política de dividendos que se cumple todos los años cuando los accionistas ratifican la distribución de utilidades para ese año fiscal. Esta política de dividendos consigna que los dividendos en efectivo totalizarán el 5% del capital o un máximo igual a 50% de las utilidades de libre disposición. El saldo se capitalizará o distribuirá en la forma de dividendos en acciones. En lo que se refiere a los accionistas minoritarios, la compañía realizará todos los esfuerzos posibles para comunicarles la disponibilidad de cualquier activo exigible en la forma de dividendos en efectivo o en acciones.

A partir de 2001, Ferreyros asumió una posición de liderazgo en materia de gobierno corporativo para preconizar mejores prácticas de este tipo en todo país a través de su activa participación en Procapitales, asociación que junta a los principales actores del mercado de capitales y que promueve el gobierno corporativo, mediante su participación en la elaboración de los “Principios de Gobierno Corporativo para las Empresas Peruanas”.

Tanto el público como la comunidad empresarial reconocen el éxito con el cual Ferreyros ha implementado prácticas de buen gobierno. Los ejecutivos de la compañía son invitados a exponer su caso en al menos dos seminarios todos los años. En fecha reciente (mayo de 2006), Ferreyros fue honrada con el título de “Mejor Tratamiento de Accionistas” por Procapitales y la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

El siguiente paso en el perfeccionamiento del gobierno corporativo de Ferreyros es el lanzamiento de un programa de evaluación del Directorio y del gerente general.

Los Resultados

El éxito logrado por las emisiones de Ferreyros en el mercado de capitales de Perú y la históricamente alta demanda de sus instrumentos se pueden atribuir en gran medida a la estrategia corporativa de combinar planes de sucesión eficientes con la adopción de un modelo de negocios basado en la gestión profesional y en un gran respeto por los principios de gobierno corporativo. Para Ferreyros, esto significó realizar los cambios necesarios para:

- Defender los derechos de los accionistas;
- Asegurar trato igualitario a todos los accionistas;
- Proporcionar acceso irrestricto a la información;
- Garantizar información transparente, de calidad y su divulgación oportuna; y
- Establecer un Directorio eficiente y profesional.

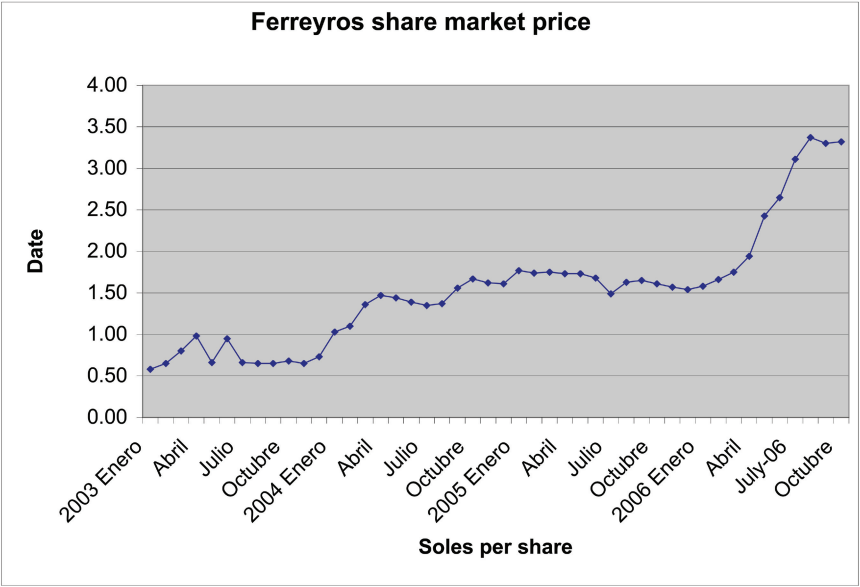
De acuerdo a las Normas de Contabilidad Peruanas, las ventas netas durante el primer semestre de 2006 sumaron US\$ 221 millones, con un aumento de 43,6% respecto del mismo período del año anterior. Los ingresos netos se incrementaron ágilmente de US\$ 3,1 millones en el período de seis meses de 2005 a US\$ 14,5 millones durante este año, es decir, 376% desde el mismo período del año anterior. En el primer semestre de 2006, el EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) ascendió a US\$ 30 millones, en comparación con US\$ 15,4 millones en el mismo período del año anterior, un aumento de 96% en un año². Otras cifras financieras son:

- Ingresos netos de explotación:
 - 2004 – 929 millones de Nuevos Soles / US\$ 282 millones;
 - 2005 – 1.115 millones de Nuevos Soles / US \$338 millones;
- Costos y gastos netos:
 - 2004 – 169,8 millones de Nuevos Soles / US\$ 51,5 millones;
 - 2005 – 168,6 millones de Nuevos Soles / US\$ 51 millones.

En los 84 años de su existencia, Ferreyros ha sido testigo y ha vivido las muchas crisis económicas que han afectado al Perú, por lo demás una situación habitual en toda la región. En más de alguna ocasión, ha visto que sus competidores y clientes

² Todas las cifras indicadas aquí, expresadas en dólares americanos, son aproximadas y no reflejan con precisión las fluctuaciones de la divisa. Se trata de cifras en nuevos soles peruanos para el primer trimestre de 2006 expresadas en dólares americanos y calculadas según el tipo de cambio de junio de 2006.

han quedado fuera del mercado. Las bases de Ferreyros sustentadas en una buena administración y un buen gobierno corporativo –acceso a fuentes de capital, estrategias y valores claramente definidos y gestión profesional capaz de responder a un entorno cambiante – le han permitido sobrevivir en períodos de trastornos económicos y volver siempre a la senda del crecimiento. La historia más reciente muestra una fuerte recuperación de Ferreyros después de la crisis económica que afectó al país entre 1998 y 2001. Luego de una caída hasta poco más de US\$ 200 millones, sus ventas netas cerraron en 2005 en niveles de US\$ 330 millones y el precio de sus acciones mostró una evolución muy favorable que se muestra en el gráfico a continuación.



Para terminar, Ferreyros considera que el gobierno corporativo es un proceso, es decir, se trata de una jornada más que un destino final. Por este motivo, si bien está consciente de los grandes avances que ha conseguido y de su aparente posición de precursora, mantiene su compromiso con la sostenida adopción de mejores prácticas en este ámbito.

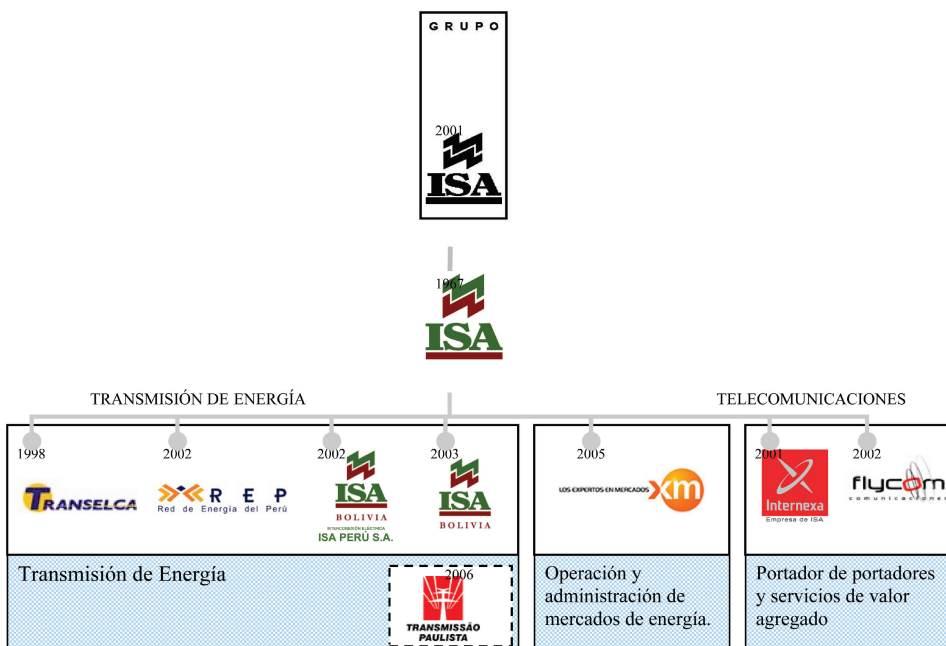


INVIRTIENDO MÁS EN LA VIDA
ISA ENERGÍA Y TELECOMUNICACIONES

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Creada en 1967, ISA es la mayor compañía transmisora de energía de Colombia. ISA es una Empresa de Servicios Públicos “mixta”, en la cual confluye capital estatal y privado. En un principio ISA se creó con capital totalmente estatal, con el objetivo de interconectar las diferentes redes de transmisión regional que en ese entonces existían en Colombia. Como se muestra más adelante, en Febrero de 2001, la compañía inició la bursatilidad de su acción después de abrir su estructura de capital al público en general, lo cual fue parte de un exitoso proceso tendiente a introducir prácticas de buen gobierno corporativo – un proceso que ha contribuido decididamente en el crecimiento y rentabilidad de la compañía. Treinta y nueve años después, el GRUPO ISA posee 36.307 km de redes, convirtiéndose en uno de los principales transportadores internacionales de energía en Sur y Centro América.

El GRUPO ISA posee en Colombia, a través de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (empresa matriz del Grupo) y TRANSELCA, el 84% de las redes con tensión mayor o igual a 220 kV. Adicionalmente con su filial XM Compañía de Expertos en Mercados, realiza las funciones de operación del Sistema Interconectado Nacional, de administración del Mercado de Energía Mayorista y de administración de las Transacciones Internacionales de Energía con Ecuador. En Perú, con Red de Energía del Perú -REP- e ISA Perú, el Grupo posee el 78% de la red de ese país. En la actualidad ISA está pendiente de la obtención de los respectivos permisos regulatorios para finiquitar la adquisición del Consorcio Transmantaro en Perú. En Bolivia, a través de ISA-Bolivia, el grupo posee el 51% de la red. En Brasil, ISA es propietario del 50,1% de las acciones ordinarias de la Compañía de Transmisión de Energía Eléctrica de Sao Paulo – CTEEP, entidad que posee el 18% de la capacidad de transporte de energía en este país. Asimismo, tiene interconexiones internacionales entre Colombia y Venezuela, Colombia y Ecuador, y Perú y Ecuador. ISA posee el 12,5%, de la Empresa Propietaria de la Red –EPR- de Centroamérica, entidad responsable del diseño, construcción, montaje, puesta en servicio, operación y mantenimiento del Proyecto SIEPAC: 1.830 km de línea de transmisión a 230 Kv. En el sector de telecomunicaciones tiene dos empresas en Colombia: Internexa y Flycom Comunicaciones. A su vez Internexa tiene una participación del 50% en Transnexa S.A. EMA, Empresa Binacional Andina de Telecomunicaciones del Ecuador. La estructura del Grupo ISA se presenta a continuación.



Descripción de la Compañía

La República de Colombia es el accionista mayoritario de ISA con el 59% de las acciones en circulación. Actualmente el 28,19% del capital de la sociedad está en manos de inversionistas privados, tanto colombianos como extranjeros, y se transa en la bolsa como *“free float”*. Tales acciones no tienen derechos de *tag-along* en caso de que el gobierno colombiano decida vender sus acciones:

Accionistas	Número de Acciones al 31 de Julio de 2006	%
Inversionistas Iniciales	689.590.319	71,807%
República de Colombia	569.472.561	59,299%
Empresas Públicas de Medellín (EPM)	102.582.317	10,682%
Empresa de Energía de Bogotá (EEB)	17.535.441	1,826%
Inversionistas Privados	270.751.364	28,193%
Personas Naturales	131.420.780	13,685%
Inversionistas Institucionales	107.709.722	11,216%
Personas Jurídicas	17.983.484	1,873%
Fondos de Inversión Extranjeros	8.919.778	0,928%
ISA Programa ADR	4.717.600	0,491%
Total	960.341.683	100,00%

Gracias al programa “ISA Acciones Para Todos”, 62.016 accionistas adquirieron el 13,33% de las acciones de la empresa, por valor de US\$ 60 millones. Esto convirtió a ISA en la primera empresa de servicios públicos inscrita en la Bolsa de Valores de Colombia y la segunda en el país con mayor número de accionistas.

El factor decisivo para el éxito de este proceso de democratización accionaria de ISA fue el compromiso que el 15 de diciembre de 2000 firmó la República de Colombia, denominado “Declaración de la Nación en su calidad de Accionista Mayoritario de ISA”. Esta declaración tiene por objeto proteger los intereses de los accionistas minoritarios en aspectos tan importantes como política de dividendos, política de información, mecanismos de liquidez para las acciones y participación de los accionistas minoritarios en la Junta Directiva (Directorio), entre otros. Este documento se convirtió en el primer paso dado en Colombia para la posterior adopción de prácticas de buen gobierno corporativo en el país.

Ante el éxito de “ISA Acciones Para Todos”, en el año 2002 se llevó a cabo una segunda emisión en Colombia por valor de US\$ 62 millones, con lo cual el 24,3% de las acciones de la compañía quedaron en manos de 90,000 inversionistas, lo que afianzó la posición de ISA en el mercado de capitales. Con el objetivo de ser cada vez más transparentes, implementar las mejores prácticas de buen gobierno corporativo a nivel mundial y facilitar el acceso de más inversionistas, ISA inscribió en los Estados Unidos su ADR Nivel I en el año 2003.

ISA tiene 961 empleados. La capitalización bursátil de ISA asciende a US\$ 2,3 billones a junio 30 de 2006. En diciembre 31 de 2005, su capitalización bursátil era de US\$ 2,2 billones, 120% más de la que representaba a 31 de diciembre de 2004, cuando era de US\$ 1 billón.

Prácticas de Buen Gobierno Corporativo

ISA reconoce la importancia de sus accionistas y en tal sentido adoptó desde el 15 de noviembre de 2001 un Código de Gobierno Corporativo con estándares internacionales, caracterizado por su búsqueda permanente de mantener la integridad ética de la compañía y de asegurar la adecuada administración de los asuntos de la empresa. Los principales objetivos del código son:

- procurar el respeto por los inversionistas.
- hacer pública su gestión, garantizar la transparencia en sus operaciones y proyectos.
- establecer sistemas y mecanismos para llevar a cabo un oportuno y confiable control de su gestión.

El Código de Buen Gobierno compiló y estructuró todas las prácticas, medidas y mecanismos de gestión y control observados por la empresa desde años atrás. Es de resaltar que las diferentes empresas del Grupo ISA que son emisores públicos de valores en Colombia, Perú y Brasil, dan pleno cumplimiento a las prácticas de buen gobierno corporativo aplicables en cada uno de estos países.

La Junta Directiva (Directorio) de ISA está compuesto por siete miembros principales, cada uno con su respectivo suplente, elegidos atendiendo criterios de idoneidad, conocimientos, experiencia y liderazgo. Tanto principales como suplentes asisten a las reuniones. Cuatro miembros principales y sus respectivos suplentes son independientes. El Presidente de la Junta Directiva además de ser independiente, es también el representante de los accionistas minoritarios. Tres comités institucionales apoyan la labor de la Junta Directiva: El Comité de Junta, el Comité de Nuevos Negocios y el Comité de Auditoría. La Junta puede conformar Comités Ocasionales para el estudio, análisis o la investigación de un caso específico. En ISA el Gerente General y el Presidente de la Junta Directiva son cargos separados.

El Gerente General es elegido por la Junta Directiva atendiendo criterios de idoneidad, conocimientos, experiencia y liderazgo. El Gerente General es evaluado anualmente por la Junta Directiva, de acuerdo con los objetivos establecidos y alcanzados conforme al Direccionamiento Estratégico de la empresa. ISA en sus 39 años de existencia ha tenido solamente 5 Gerentes Generales, caso excepcional dentro de empresas con capital estatal.

La Asamblea General de Accionistas establece la compensación de la Junta Directiva, la cual actualmente es equivalente a tres salarios mínimos mensuales (US\$ 530) por cada reunión de la Junta en la cual participen. La Junta Directiva, a través de su comité de Junta, establece la compensación de la administración de la compañía. La compensación de la administración tiene dos componentes: un salario fijo pagado mensualmente y el otro está conformado por un bono atado al desempeño y cumplimiento de metas. Los pagos hechos tanto a la Junta Directiva como a los administradores son revelados de manera integrada al mercado. ISA no tiene planes de compensación a través de pagos con opciones sobre acciones para sus administradores, junta directiva o empleados.

Los auditores externos de ISA responden directamente a la Junta Directiva y a su comité de auditoría, mientras que el auditor interno reporta al Gerente General y al comité de auditoría de la Junta.

Para ISA el gobierno corporativo no es una moda o una tendencia temporal. ISA quiere dar continuidad y permanencia al concepto de buen gobierno corporativo, y para ello se ha dado a la tarea de interiorizar en cada uno de sus empleados y directivos, la seriedad e importancia de los deberes y compromisos que ello impone. Así mismo se han incorporado a nivel de los estatutos sociales y de las políticas que rigen la operación del día a día en la empresa. El compromiso de ISA frente al Gobierno Corporativo fue reconocido por ANDESCO (La Asociación Nacional de Empresas de Servicios Públicos de Colombia) con el premio al mejor gobierno corporativo en 2006. El Secretario General de ISA es el encargado de las prácticas de buen gobierno corporativo en la empresa.

La mejor manera de demostrar al mercado, a nuestros accionistas, clientes y demás grupos de interés, que ISA está comprometida con las prácticas de buen gobierno, es a través del cumplimiento de los compromisos hechos en materia de:

- **Divulgación de Información:** En cada Asamblea de Accionistas, además de los informes propios de estas reuniones, se presenta el Informe de Funcionamiento y Evaluación de la Junta Directiva y del Gerente, así como el Informe sobre el Cumplimiento y Desarrollo del Código de Buen Gobierno.
- **Centro de Atención al Accionista:** ISA dispone de oficina de relaciones con los accionistas, la cual se encarga de atender y solucionar los requerimientos de los accionistas de ISA, para lo cual se dispone de los siguientes mecanismos:
 - **Oficinas de atención al accionista en Medellín y Bogotá:** En el 2005 se atendieron 278 accionistas, y se recibieron 781 llamadas.
 - **Línea telefónica gratuita de atención al accionista en la cual en el 2005 se atendieron 55.292 llamadas (219 llamadas diarias en promedio).**
 - **Atención Virtual por Correo Electrónico (e-mail):** En el 2005 se recibieron 1.348 correos electrónicos con requerimientos de nuestros accionistas.
 - **Por lo menos dos veces al año, se entrega a los accionistas un boletín donde se dan a conocer los principales avances y resultados de la empresa, evolución de la acción de ISA en el mercado y otros temas de interés. En el 2005 se diseñaron quince (15) publicaciones: nueve informes mensuales con resultados financieros y seis noticias relevantes.**
 - **Se realizan reuniones trimestrales en las tres principales ciudades del país (Bogotá, Cali y Medellín) con Sociedades Comisionistas de Bolsa e Inversionistas Institucionales, para darles a conocer la gestión y resultados financieros de ISA**
- **Información Suministrada al Público:** Los inversionistas y el público en general encuentran en la página web de ISA, información financiera actualizada de manera trimestral. Dicha información, que es la misma que se presenta a la Junta Directiva, aborda temas tales como: resultados financieros, informe de la deuda, otorgamiento de garantías, calificación de riesgos crediticios, informes a la SEC (Comisión de Mercados y Valores de los Estados Unidos), composición accionaria, comportamiento de la acción, fecha de pago de dividendos, atentados contra las torres de energía, nuevos proyectos, miembros de la Junta Directiva, informes del Revisor Fiscal e informe de agencias calificadoras de riesgo.

- Mecanismo de Verificación del Código: ISA ha diseñado una herramienta informática que permite al público en general verificar a través de la página web, el grado de cumplimiento e implementación de cada uno de los compromisos y actividades programadas para el cumplimiento de los compromisos del Código de Buen Gobierno. De esta manera se garantiza la total apertura y “accountability” de los diferentes empleados de la empresa frente a las prácticas de gobierno corporativo.

En la actualidad ISA está en el proceso de modificación de su Código de Buen Gobierno Corporativo.

Resultados Financieros

De acuerdo con los principios de GAAP en Colombia, Durante el año 2005, el Grupo ISA tuvo ingresos por valor de US\$ 472 millones, un EBITDA de US\$ 307 millones, una Utilidad Operativa de US\$ 214 millones y una Utilidad Neta de US\$ 88 millones. El Margen EBITDA del Grupo es del 65% y el Margen Neto es del 18,6%. A junio de 2006, el Grupo ISA tiene activos por US\$ 5,0 billones, pasivos por US\$ 2,3 billones y patrimonio de US\$ 1,3 billones. Los resultados financieros históricos de la compañía se muestran a continuación:

- Ingresos netos:
 - 2004 – En Pesos Colombianos: 140.015 millones / US\$ 59 millones;
 - 2005 – En Pesos Colombianos: 187.179 millones / US\$ 82 millones;
- Ingresos operacionales netos:
 - 2004 – En Pesos Colombianos 712.206 millones / US\$ 298 millones;
 - 2005 – En Pesos Colombianos 708.281 millones / US\$ 310 millones;
- Gastos y costos operacionales:
 - 2004 – En Pesos Colombianos 341.406 millones / US\$ 143 millones;
 - 2005 – En Pesos Colombianos 347.515 millones / US\$ 152 millones;
- Caja disponible final (net cash):
 - 2004 – En Pesos Colombianos 151.868 millones / US\$ 64 millones;
 - 2005 – En Pesos Colombianos 56.294 millones / US\$ 25 millones; y
- Excedentes de caja proyectados, de acuerdo con el presupuesto estimado para el año 2006, será de 3.237 millones de Pesos Colombianos / US\$ 1,5 millones.

Adicionalmente, los accionistas de ISA han visto incrementar el valor de la acción en más de un 80% y han recibido dividendos importantes desde el año 2001. En el año 2005 el precio de la acción se incrementó en un 170% al pasar de 2.090 Pesos Colombianos / US\$ 0,90 centavos de dólar en el 2004 a 5.650 Pesos Colombianos / US\$ 2,47 en 2005. Durante el año 2005 los accionistas recibieron dividendos por valor de US\$ 40,9 millones. Lo anterior es consistente con la política de pago de dividendos que tiene ISA, la cual establece que por lo menos el 70% de los ingresos totales distribuibles de cada período sean entregados a los accionistas como dividendos.



Marcopolo

Marcopolo S.A. (Marcopolo) fabrica carrocerías de autobuses y sus componentes y es líder en Brasil con aproximadamente 43% de participación en el mercado y entre 6% y 7% en el mercado mundial. El 30 de junio de 2006, la capitalización de mercado de la empresa era unos US\$ 362 millones, cifra superior en 25% respecto del nivel al 31 de diciembre de 2004 (US\$ 290 millones). Las acciones de Marcopolo se transan en la Bolsa de Valores de Sao Paulo, BOVESPA, desde 1974. En 2002, Marcopolo se transformó en la primera compañía industrial que registraba sus acciones en el Nivel 2 de gobierno corporativo especial de BOVESPA; las acciones de Marcopolo no están incluidas en ningún índice accionario.

Marcopolo fue fundada en 1949 y sus oficinas centrales están ubicadas en Caxias do Sul, Estado Rio Grande do Sul, en el sur de Brasil. La historia del éxito de Marcopolo y su expansión en el mercado mundial está íntimamente ligada a la estrategia comercial de adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo. La expansión y el crecimiento de Marcopolo a partir de un fabricante brasileño de control esencialmente familiar, de propiedad concentrada y con ventas principalmente en el mercado nacional, a un conglomerado de propiedad dispersa administrado en forma profesional y operando a nivel internacional con ventas en todo el mundo, se lograron más rápida y efectivamente con la adopción de prácticas y estructuras de gobierno corporativo que la compañía solidificó a partir de principios del año 2000.

De Propiedad y Control de Gestión Familiar a Propiedad Dispersa y Supervisión Reforzada de un Directorio

Paulo Bellini, actual Presidente del Directorio, es uno de los socios fundadores de la compañía. José A. F. Martins y Valter Gomes Pinto se incorporaron a la compañía a mediados de los años sesenta. Por su parte, el Sr. Raul Tessari llegó a Marcopolo a mediados de los años setenta. Los cuatro llegaron a ser miembros del grupo mayoritario. En la actualidad, Bellini, Martins y Pinto controlan la compañía a través de un acuerdo de accionistas. Estos tres accionistas y sus familias en conjunto mantienen aproximadamente 27% del capital total, alrededor de 65% de las acciones con derecho a voto y 4,8% de las acciones preferenciales. Otro 27% del capital total de la compañía está en manos de accionistas que son inversionistas institucionales y el restante distribuido entre otros inversionistas nacionales y extranjeros. Los 43,4% del capital total de la compañía es capital flotante (incluye acciones con y sin derecho a voto). El detalle de la estructura patrimonial de Marcopolo se muestra en el cuadro a continuación.

Marcopolo S.A. - Estructura patrimonial - 30/06/2006						
Accionistas	Acciones con derecho a voto	%	Acciones sin derecho a voto	%	TOTAL	%
Grupo mayoritario						
Paulo Pedro Bellini	12.312.569	28,83	2.295.102	3,29	14.607.671	13,00
Partibell - Part. Adm. Ltda	2.920.329	6,84	-	0,00	2.920.329	2,60
Jose Antonio Fernandes Martins	5.241.788	12,28	751.409	1,08	5.993.197	5,32
JM Part. e Adm. Ltda	1.279.054	2,99	-	0,00	1.279.054	1,14
Valter Antonio Gomes Pinto	4.685.954	10,98	109.678	0,16	4.795.632	4,27
Vate Part. e Adm. Ltda	1.260.815	2,95	-	0,00	1.260.815	1,12
Subtotal Grupo Mayoritario	27.700.509	64,87	3.156.189	4,53	30.856.698	27,46
Subtotal miembros de la familia	116.060	0,27	150.257	0,22	266.317	0,24
Subtotal otros accionistas brasileños	14.886.649	34,86	34.292.608	49,22	49.179.257	43,76
Subtotal accionistas extranjeros	-	0,00	32.074.617	46,04	32.074.617	28,54
TOTAL	42.703.218	100,00	69.673.671	100,00	112.376.889	100,00
Proporción	38,00%		62,00%		100%	

El año 2000 marcó un punto crucial en la historia del gobierno corporativo de Marcopolo. En ese momento, el Directorio constaba de sólo tres miembros y no era una instancia muy activa puesto que los miembros del Directorio eran, al mismo tiempo, Directores Ejecutivos de la compañía. Entonces, Raul Tessari, uno de los controladores, manifestó su deseo de renunciar a su función ejecutiva y permanecer solamente en el Directorio. El mismo año, Bradesco-Templeton, un activo inversionista institucional e importante accionista de la compañía, deseaba ocupar un puesto en el Directorio, si bien su participación no era suficiente para darle derechos legales al gestor de capital para elegir a un miembro. Así, la reestructuración del Directorio de la compañía se debió a una combinación entre el deseo del accionista Raul Tessari de formar parte del Directorio y el objetivo de Bradesco-Templeton de participar con Marcopolo y así contribuir más eficazmente en la creación de valor.

En la Asamblea General de Accionistas de abril de 2001, los accionistas aprobaron un nuevo Directorio de seis miembros, tres de ellos externos y dos considerados independientes, según la definición de “independencia” estipulada por el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC). El nuevo Directorio comenzó a operar de inmediato.

En abril 2002, ya bajo la nueva Ley Empresarial de Brasil, los accionistas mayoritarios de Marcopolo dieron un acertado ejemplo de buena práctica de gobierno corporativo. La recientemente modificada Ley Empresarial de Brasil aprobada por el

Congreso en octubre de 2001 estipulaba que durante los cinco primeros años de entrada en vigor de las modificaciones legales, los accionistas preferenciales podían elegir a un miembro del Directorio exclusivamente de la lista de tres nominados proporcionada por los accionistas mayoritarios. En el caso de Marcopolo, los accionistas mayoritarios permitieron a los accionistas preferenciales elegir libremente a sus directores representantes sin exigir la adhesión a ese requisito más limitante.

Ese mismo año tuvo lugar un acontecimiento muy importante para Marcopolo. En Brasil hubo elecciones generales y había inquietud genuina sobre la política económica que aplicaría el candidato socialista a la presidencia, Lula da Silva, quien lideraba las encuestas en ese momento. Bajo estas circunstancias, el directorio consideró que el pasivo financiero de Marcopolo superaba el nivel considerado seguro. Por tanto, el directorio aprobó una nueva emisión de capital a fin de proporcionar respaldo adicional a su liquidez.

El Directorio tenía claro que, para que la nueva emisión de capital tuviera éxito, debía ofrecer protecciones adicionales a los inversionistas. Por lo tanto, el Directorio aprobó la cotización de las acciones de Marcopolo en el Nivel 2 especial de Gobierno Corporativo de BOVESPA, otorgando al mismo tiempo 100% de derechos de venta preferente o *tag-along* a las acciones ON (con derecho a voto) y 80% a las acciones PN (sin derecho a voto). El compromiso con prácticas de buen gobierno corporativo y las sólidas bases de la compañía dieron lugar a una oferta muy exitosa que generó R\$ 98 millones (US\$ 25 millones), pese a que en ese momento el clima para invertir era adverso en Brasil. La oferta terminó una semana antes de la primera vuelta electoral.

Poco después de esta provechosa emisión, Raul Tessari decidió vender sus acciones con derecho a voto en 2004, con lo cual dejó de pertenecer al grupo mayoritario y al Directorio. El nuevo Directorio, aprobado con seis miembros, quedó como responsable por las políticas y prácticas de gobierno corporativo. De los componentes electos, cuatro fueron nominados por los controladores (dos de ellos dedicados a actividades fuera de la compañía) y el resto fueron nominados por los accionistas minoritarios y preferenciales. Se eligió un Consejo Fiscal de tres miembros: un de ellos nominado por los accionistas controladores, uno por los accionistas minoritarios y el otro por los accionistas preferenciales. Hasta donde sabemos, Marcopolo es la única compañía brasileña donde los accionistas minoritarios tienen más representantes que los accionistas mayoritarios en el Consejo Fiscal.

En 2005, el Directorio aprobó un Código de Ética para la compañía, el cual incluía importantes mejoras a las protecciones de los accionistas frente a la divulgación no autorizada de información privilegiada y otras prácticas que puedan ser interpretadas como conflicto de interés. Esta decisión fue muy bien recibida en todos los niveles gerenciales de la compañía. Además, se creó un Consejo de Herederos para preparar-

los, tanto a ellos como a la compañía, para el proceso de sucesión considerando a los miembros fundadores y del grupo mayoritario, así como a los herederos y a ejecutivos de la compañía. El Directorio también creó cuatro Comités para mejorar el desempeño de funciones generales como: Gestión; Auditoría y Riesgos; Innovación y Estrategia; y Recursos Humanos y Ética.

La Asamblea Anual de Accionistas de 2006 marcó otro paso importante en el avance hacia mejores prácticas de gobierno corporativo: Paulo Bellini renunció al cargo de Presidente Ejecutivo y permanece sólo como Presidente del Directorio. José Rubens De La Rosa, miembro no fundador (y no perteneciente a la familia controladora) y administrador profesional, fue nombrado CEO – Director General.

Desempeño de la Compañía en base a la Administración Responsable y la Conducción Transparente de los Negocios

La remuneración de los miembros del Directorio y de los principales ejecutivos (Directores) se compone de un salario mensual fijo y un bono anual variable basado en los resultados. Dependiendo de la aprobación de la Asamblea Anual de Accionistas, a los ejecutivos se les puede otorgar la opción de compra de acciones en función de los resultados del desempeño de la compañía durante ese año. El valor de la opción se descuenta del bono y las acciones correspondientes sólo estarán disponibles en una proporción de 1/3 al año durante los siguientes tres años.

El monto colectivo del salario mensual fijo que se paga a los ejecutivos se determina en la Asamblea Anual y se incluye en las actas de la Asamblea que se publican en el diario oficial y en el sitio web de la compañía. El límite de la compensación acumulativa en forma de bono variable está consignado en los estatutos de la compañía. El monto real de la compensación anual se informa por separado en los estados financieros de Marcopolo.

Proporcionar información precisa y oportuna al público es una práctica común en Marcopolo. La Compañía divulga y publica en detalle en sus estados financieros anuales y consolidados y en los registra en BOVESPA “las discusiones y análisis de la gerencia sobre los resultados de las operaciones y de la posición financiera” y toda la información relevante sobre los principales eventos corporativos. Todos los estados financieros son auditados por Auditores Externos independientes de reconocida competencia. La opinión de los auditores externos es divulgada y publicada en conjunto con los estados financieros. Además, las empresas de auditoría externa se turnan para cumplir con las disposiciones de la ley.

Los eventos más importantes, las actas de las Asambleas de Accionistas y las actas de las sesiones del Directorio se publican en el diario oficial, se registra en BOVESPA y se ponen a disposición del público en el sitio web de la compañía. Además, todos

los años la compañía publica su calendario de eventos corporativos. Cada tres meses se llevan a cabo conferencias telefónicas y por lo menos una vez al año se organizan reuniones públicas y presentaciones con accionistas, posibles inversionistas, analistas financieros y otros interesados en Sao Paulo, Río de Janeiro y Porto Alegre.

Marcopolo firmó con BOVESPA un “Contrato de Adopción de Prácticas Diferenciadas de Gobierno Corporativo” y, en consecuencia, hizo las adaptaciones necesarias exigidas por el Nivel 2 a su Acta de Constitución. Asimismo, se registran en BOVESPA ejemplares del “Acuerdo de Accionistas” celebrado entre los accionistas mayoritarios, así como las normas del “Programa de opción de compra de acciones”. La compañía divulga, en inglés, el conjunto completo de estados financieros preparados en conformidad con los GAAP de EE.UU.

Marcopolo mantiene adecuados sistemas de control interno a fin de proteger los activos del negocio. En julio de 2005, la dirección aprobó el Código de Conducta y sus contenidos fueron informados a todos los empleados, quienes debieron comprometerse formalmente a acatar y cumplir las reglas de comportamiento estipuladas.

Los Buenos Negocios Combinados con Buen Gobierno Corporativo dan Resultados

Ahora Marcopolo no sólo ofrece una línea completa de productos de carrocerías de autobuses, sino también servicios propios de ingeniería y diseño, adaptación de productos para cualquier fabricante de chasis y según cualquier especificación. La lealtad del cliente, una sólida marca y diversificación del mercado son características importantes del negocio de Marcopolo. La flexibilidad de producción y la capacidad instalada permiten que Marcopolo entregue grandes volúmenes de productos diferentes en plazos breves y a precios competitivos, con poco capital y alto movimiento de inventario. Y, muy importante, Marcopolo entrega productos confiables y de gran calidad.

Fabricar una carrocería de autobús normalmente requiere entre 800 y 1.200 horas de trabajo. Se trata de un proceso intensivo en mano de obra. Por lo tanto, es vital contar con personal motivado y experto. Marcopolo valora la enormes capacidades de su experta, motivada y bien capacitada fuerza laboral y en este momento emplea a aproximadamente 11.000 personas en todo el mundo.

Como parte de su plan estratégico, Marcopolo decidió transformarse en un actor mundial. Los motivos que explican la estrategia de expansión internacional se vinculan con las necesidades de la compañía de:

- Crecer a una tasa superior a la del mercado;
- Diversificar los riesgos económicos y políticos;

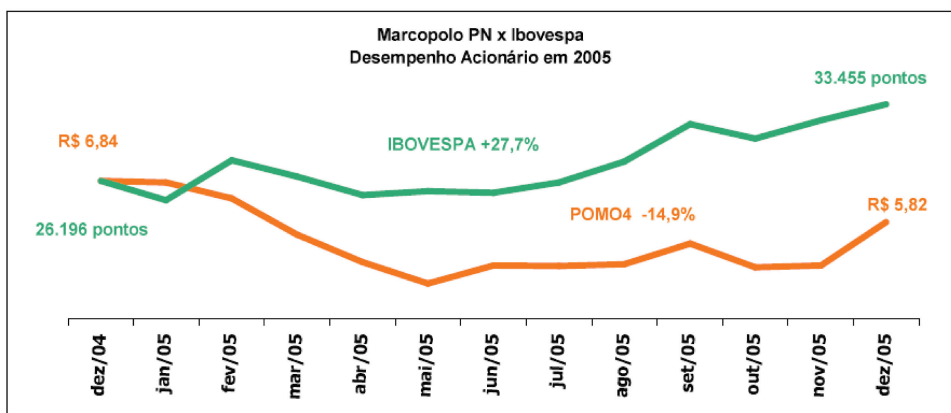
- Reducir al mínimo las fluctuaciones en la producción mundial debido a la volatilidad de las demandas regionales;
- Beneficiarse de las economías de escala; y
- Aumentar la rentabilidad para los inversionistas.

Traduciendo esta estrategia en plan de acción, a principios de los años noventa, la compañía intensificó su movimiento hacia la globalización, estrategia que fue acelerada en los últimos años. Además de las tres fábricas de carrocerías de autobuses ubicadas en Brasil, Marcopolo opera ahora plantas en México, Colombia, Portugal y Sudáfrica. A principios de este año, la compañía anunció la formación de una empresa conjunta con Ruspromauto, el principal fabricante de vehículos de Rusia. En mayo de 2006, anunció otra empresa conjunta con Tata Motors, la compañía montadora de automóviles y camiones más grande de India. Las exportaciones junto con los ingresos de las operaciones de Marcopolo en el exterior explican el 55,5% de los ingresos totales en 2005, un leve aumento frente al 52,7% en 2004.

Consolidando los resultados de Marcopolo en el mercado mundial, las cifras son bastante impresionantes. Los estados financieros de la compañía se preparan en conformidad con los GAAP de Brasil y los GAAP de Estados Unidos. A continuación una breve muestra de los indicadores financieros anuales más recientes:

- Ingreso neto:
 - 2004 – R\$ 85 millones / US\$ 32,1 millones;
 - 2005 – R\$ 82 millones / US\$ 35 millones;
- Ingresos operacionales netos:
 - 2004 – R\$ 1.605 millones / US\$ 605,7 millones;
 - 2005 – R\$ 1.709 millones / US\$ 730,3 millones;
- Costos y gastos netos:
 - 2004 – R\$ 1.488 millones / US\$ 561,5 millones;
 - 2005 – R\$ 1.627 millones / US\$ 695,3 millones;
- Efectivo neto:
 - 2004 – R\$ 186,1 millones / US\$ 70,1 millones;
 - 2005 – R\$ 115,4 millones / US\$ 49,3 millones.

El precio por acción de la compañía de R\$ 6,84 o US\$ 2,58 al 31 de diciembre de 2004 cambió sólo marginalmente a R\$ 5,82 o US\$ 2,49 al 31 de diciembre de 2005.



Por último, la compañía siente orgullo de que el mercado, el segmento de autobuses del sector automotor, y la comunidad de inversionistas repetidamente demuestran su reconocimiento por los logros de Marcopolo en sus negocios y en su gobierno corporativo, como lo prueban los siguientes premios:

- Mejor Programa de Relaciones con Inversionistas 2006 en la Categoría de Pequeña y Mediana Empresa, premio entregado por la Revista IR, publicación sobre relaciones con los inversionistas que organiza un concurso anual en conjunto con la agencia de noticias PR y el Instituto Brasileño de Relaciones con los Inversionistas (IBRI). El premio se basa en los resultados compilados de investigaciones a partir de encuestas realizadas a 850 inversionistas y analistas de mercado, resultados que son evaluados de manera independiente por el Instituto de Economía de Brasil y la Fundación Getulio Vargas (FGV).
- Mejor Director Ejecutivo 2006 de un Programa de Relaciones con los Inversionistas en la Categoría de Pequeña y Mediana Empresa otorgado al Sr. Carlos Zignani de Marcopolo, seleccionado por la Revista IR en su segundo concurso anual de Relaciones con los Inversionistas organizado en Brasil. (Ver los detalles de la competencia y los patrocinadores más arriba).
- Entre las 100 Mejores Empresas para Trabajar en 2002, 2003 (4º lugar), 2004 y 2005, premio otorgado por la Revista Exame.
- Premio a la Ciudadanía Corporativa en 2002 y 2004 – otorgado por Revista Exame.
- Premio Responsabilidad Social Autodata 2003 – otorgado por Revista Autodata.
- La compañía más sobresaliente del año 2003 en la industria de repuestos automovilísticos – otorgado por el Diario DCI.

- Entre las 100 Mejores Empresas para Trabajar en América Latina en 2004 y 2005 – otorgado por Great Place to Work Institute de Brasil.
- Premio Comercio Exterior 2004 y 2005 – entregado por la Asociación Brasileña de Comercio Exterior.

Futuros de Desafíos de Marcopolo

Marcopolo comenzó el año 2006 con una sólida cartera de pedidos mucho mayor que los niveles históricos. Hacia el futuro, existe un optimismo moderado respecto de la demanda del mercado nacional brasileño, dada la posibilidad de que el Banco Central de Brasil acelere las reducciones del tipo de interés referencial del país, situación que podría traducirse en una pequeña alza de la demanda interna. Para la compañía es fundamental disponer de créditos adecuados a tasas de interés razonables para crecer de manera sostenible y para enfrentar la mayor demanda interna. En el ámbito internacional, se espera que la demanda permanezca estable.

Marcopolo ha optado por la internacionalización como medio consolidar su crecimiento. Esta estrategia incluye reformular las posibilidades de ampliar aún más las exportaciones y aumentar la fabricación de repuestos y componentes en sus plantas internacionales. Sin embargo, la expansión internacional de la compañía plantea ciertos desafíos, principalmente en términos de recursos humanos. Por otra parte, existen otros retos pendientes en materia de competitividad y estabilidad del ambiente comercial. Para asegurar la competitividad y reducir al mínimo el impacto adverso de algún cambio drástico en los mercados o las políticas, la compañía duplicará sus esfuerzos de gestión y control de costos. Además, ya ha diversificado sus mercados y carteras de clientes, de manera tal que ninguno represente más del 5% de sus ventas. Estas gestiones de parte de la Gerencia Ejecutiva podrían generar mayores márgenes en el futuro.

El acuerdo de accionistas vigente a la fecha vence en 2007 y su renovación es un tema importante para los inversionistas. La sucesión en la dirección sigue siendo una cuestión por elaborar, ya que los planes de sucesión aún no están del todo definidos. Además, es necesario modernizar los estatutos de la compañía a fin de incorporar conceptos de gobierno corporativo perfeccionados. Los recientemente creados Comités del Directorio todavía están en etapas de fuerte aprendizaje, si bien sus resultados deberían manifestarse en el futuro cercano. Una sólida cultura corporativa y el compromiso de los accionistas mayoritarios con las operaciones de la compañía son factores importantes para determinar el ritmo de avance del gobierno corporativo en Marcopolo.



Natura

En reuniones de negocios con los fundadores de Natura – Antonio Seabra, Guilherme Leal y Pedro Passos – siempre se planteaba la pregunta: “¿Cuándo cotizará Natura en la bolsa?” La empresa empezó a funcionar a fines de la década de los 60 en una pequeña tienda, con un capital inicial equivalente al precio de un Volkswagen Escarabajo. Hacia el año 2000, Natura ya fijaba nuevos estándares en su sector y en la cultura empresarial del país. Hoy en día, la empresa cuenta con 4.128 empleados.

Natura ya era considerada una historia de éxito; era líder en su sector, una de las cinco marcas más valiosas de Brasil y exhibía un crecimiento constante tanto en los márgenes de venta como en EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

Ante los ojos del mercado, ¿cómo se podría coronar todo este éxito? Cotizando en la Bolsa. Pero una oferta pública inicial (IPO por sus siglas en inglés) no era una opción muy clara en aquel momento. La empresa generaba dinero suficiente para mantener y expandir el negocio. La forma en que los accionistas mayoritarios administraban la empresa inspiraba confianza en el mercado, atraía buenos empleados y cautivaba a los consumidores. ¿Quién podría pedir más? Ciertamente, los exigentes fundadores de Natura.

La decisión de cotizar en la Bolsa no nacía de una necesidad financiera, sino de un profundo deseo de perpetuar no sólo las operaciones de Natura, sino también su forma de hacer negocios. Por muchos años, el éxito financiero fue sólo una parte de la misión de Natura. La empresa estaba orientada hacia un triple objetivo final cuando evaluaba su desempeño: responsabilidad corporativa social, medioambiental y resultados financieros. Los dueños de Natura querían asegurarse de que su manera de administrar la empresa perdurara en el tiempo.

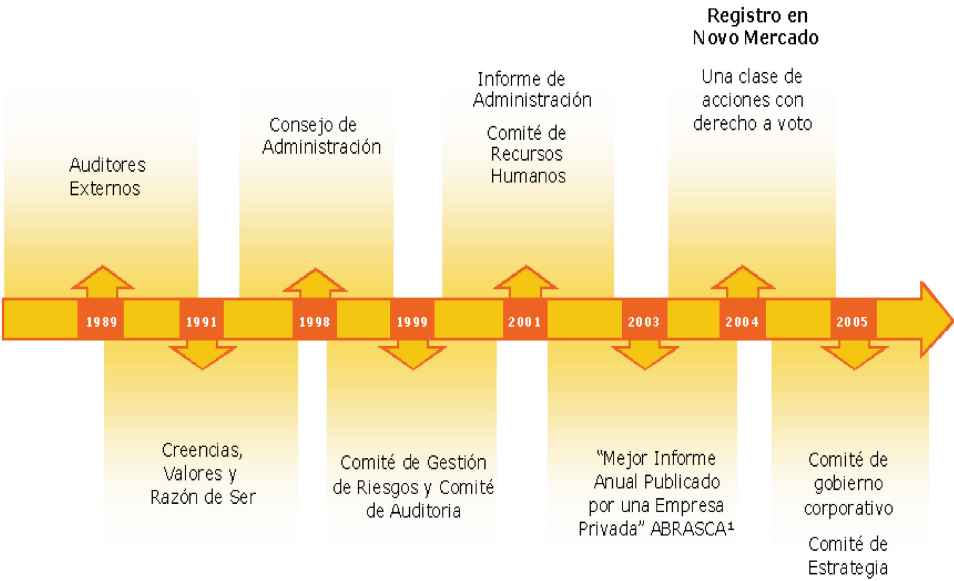
Cuando Natura comenzó a cotizar en la Bolsa se inició una nueva era en los mercados de capital brasileños. La exitosa IPO de la empresa fue una señal de que el mercado acogería a empresas con buen gobierno corporativo, incluso cuando la economía enfrentara un período difícil.

El Comienzo

Natura es la empresa brasileña líder en el sector de cosmética, productos de perfumería e higiene personal. Comprometida con la calidad de sus relaciones con aquellos

cuyos intereses giran alrededor de la empresa, Natura estableció un modelo de negocios de desarrollo sostenible, enfocado en la innovación y el mejoramiento constante de sus productos.

Desde su creación en 1969, Natura mantiene una apasionada visión sobre sus productos. La empresa percibe el aprender sobre cosmética como una forma de lograr conocimiento propio y un poder de transformación en la vida de las personas.



Nota 1. Asociación Brasileña de Empresas Registradas en Bolsa

Diez años después, la empresa tomó la decisión de vender los productos directamente a sus clientes, estrategia que demostró ser uno de los principales motivos de su constante éxito. En efecto, Natura creció en forma estable durante el decenio de los ochenta, y luego experimentó un gran proceso de reestructuración.

A mediados de los noventa, Natura se expandió al extranjero abriendo centros de distribución en países vecinos como Argentina, Chile y Perú.

El llamado tercer ciclo de la empresa comenzó desde el año 2000, con grandes inversiones en infraestructura y capacitación, además de la construcción de un enorme complejo de fábricas, oficinas, centros de investigación (P&D) y desarrollo y entretenimiento. A la vez, la empresa lanzó su línea Ekos, un nuevo concepto de productos florales provenientes de la biodiversidad del Amazonas, utilizados de forma sostenible.

Sólido Camino Hacia un Gobierno Corporativo

Natura cuenta con una substanciosa trayectoria hacia buenas prácticas de gobierno corporativo. Desde el comienzo, sus tres mandos supremos han concentrado esfuerzos en perpetuar la empresa y decidieron llevar a cabo acciones que incrementaran la credibilidad del mercado en la empresa, apoyando su desempeño a través de una gerencia competente y, en general, creando un ambiente corporativo democrático y participativo.

Cuando por fin Natura decidió cotizar en la Bolsa, la empresa ya había avanzado un largo trecho en la tarea de llevar a cabo buenas prácticas de gestión y contaba con una plataforma de gobierno muy bien estructurada. Sus informes financieros se elaboraban siguiendo el US GAAP (GAAP de Estados Unidos), su Consejo de Administración incluía consejeros externos, el Comité de Auditoría era presidido por un consejero externo y se había creado un Departamento de Relaciones con los Inversionistas.

Cuando Natura analizó dónde cotizar sus acciones, la decisión fue clara. La empresa decidió adherir voluntariamente a los requisitos de cotización de Novo Mercado, el segmento especial sobre gobierno corporativo más exigente de BOVESPA, la Bolsa de Valores de Brasil. En Novo Mercado, las empresas acuerdan adoptar prácticas de gobierno corporativo más allá de las recomendadas por la legislación brasileña, lo que redundará en mayor transparencia y fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios. Las empresas que adhieren a Novo Mercado sólo pueden emitir acciones con derecho a voto y deben garantizar, a los accionistas minoritarios, *tag-along* (derecho a las mismas condiciones ofrecidas a los accionistas mayoritarios, en caso de venta del control de la empresa).

Un Momento Crucial para los Mercados de Capital Brasileños

Las acciones de Natura se lanzaron en Novo Mercado en mayo de 2004, justo cuando la economía brasileña y los mercados internacionales pasaban por un difícil momento. El índice BOVESPA había caído un 14% en términos del dólar, e incluso el Dow Jones cayó un 3%. Pero el mercado demostró que podía reconocer el valor de una empresa sólida que ofrecía buen gobierno corporativo y, por lo tanto, menos riesgo para los inversionistas.

La IPO de Natura fue todo un éxito: atrajo alrededor de 5.000 inversionistas y la demanda por las acciones superó 14 veces la cantidad ofrecida. Esta demanda ayudó a elevar el precio de las acciones en el período posterior a su emisión, lo cual redundó en una ganancia del 18% en el primer día. Incluso antes de la IPO, la demanda por las acciones de Natura parecía fuerte. Durante el road-show internacional de muestreo previo a la oferta, el número de solicitudes (174) superó la cantidad de

inversionistas visitados (170). En efecto, la IPO de la empresa, la primera en Brasil desde enero de 2002, también significó el comienzo de un renacimiento del mercado accionario del país; le siguió una segunda oferta, en mayo de 2004, que generó R\$ 768.120.636,00.³

Hoy, un 73,5% de las acciones de Natura están en manos de controladores, mientras que un 23,9% son propiedad de inversionistas institucionales y un 2,7% de inversionistas privados no institucionales. Por consiguiente, el capital flotante total asciende al 26,5%. Estas cifras corresponden exclusivamente a las 1.480.850 acciones en tesorería.

Natura y su Actual Gobierno Corporativo

Hoy, el Consejo de Administración de Natura está compuesto por cinco consejeros, dos de los cuales son externos. Los cargos de Presidente del Consejo y Presidente Ejecutivo son ocupados por personas diferentes. Para asesorar al Consejo en sus funciones, se crearon cuatro comités: Estrategia; Gobierno Corporativo; Auditoría, Riesgo y Finanzas; y Recursos Humanos.

La empresa y sus subsidiarias pagan al Directorio y a los miembros del Consejo una combinación de remuneración fija y variable. El componente variable se calcula en metas económico financieras, sociales y ambientales, y sus objetivos específicos se establecen al inicio de cada año por el Consejo de Administración. Además, los altos cargos directivos tienen la opción de compra de acciones. Tanto las remuneraciones como las retribuciones se publican en el Informe Anual de la empresa.

La empresa informa sus resultados cada tres meses y también sostiene conferencias telefónicas con analistas de valores. Los estados financieros se elaboran en conformidad con las leyes societarias brasileñas y las prácticas óptimas de divulgación de información. Además, el Departamento de Relaciones con los Inversionistas de la empresa sostiene diversas reuniones al año con analistas e inversionistas, con el objeto de discutir los resultados de los negocios y los acontecimientos importantes en los mercados de productos.

El Secretario de Gobierno Corporativo de Natura, quién está bajo las órdenes del Consejo de Administración, es responsable de las siguientes funciones clave en materia de gobierno corporativo:

³ Según las políticas de Natura, todos los datos financieros se elaboran y publican en la moneda oficial de Brasil. Por lo tanto, todas las cifras están en Reais. Sin embargo, para referencia del lector de otros países, a continuación se muestra el tipo de cambio (con relación al dólar estadounidense) vigente en la fecha correspondiente (fuente: The World Bank Integrated Controller's Systems – Sistemas Integrados del Controlador del Banco Mundial):

- Mayo 2004 – 2,9150;
- 31 de diciembre de 2004 – 2,6915;
- 31 de diciembre de 2005 – 2,3325;
- 15 de agosto de 2006 – 2,1595.

- Facilitar la relación entre el directorio ejecutivo y el Consejo de Administración;
- Ayudar a planificar el programa anual del Consejo de Administración y definir la agenda de cada una de sus reuniones; y
- Como miembro del Comité de Gobierno Corporativo del Consejo de Administración, proponer mejoras en el sistema de gobierno corporativo de Natura y coordinar la implementación de las modificaciones aprobadas por el Consejo.

El liderazgo de Natura en cuanto a gobierno corporativo es reconocido en el mercado. En 2005, la empresa recibió importantes premios y reconocimientos, incluyendo el premio de “Empresa Brasileira Mais Admirada” de la revista Carta Capital e Interscience, y el “Prêmio de Relatório Social” de ABRASCA (Premio de Informe Social).

Resultados

El compromiso de Natura con sus inversionistas, sus confiables prácticas de gobierno corporativo y su profunda preocupación por el desarrollo sostenible de sus procesos condujeron a resultados operativos extraordinarios. Sus ventas crecieron un 33% en el año 2004, y un 117% durante los tres últimos años, desde cifras que bordeaban los R\$ 1.200 millones en 2001, a aproximadamente R\$ 2.500 millones en 2004. Sus operaciones en el resto de Latinoamérica también evolucionaron en forma importante con un crecimiento, en dólares, de un 52% para el año 2004 y un 107% durante los tres últimos años: de US\$ 11,6 millones en 2001 a US\$ 24,1 millones en 2004. Por su parte, el mercado accionario nacional aumentó de un 17,1% en el año 2003 al 19,2% en el año 2004 y al 21,4% en 2005. Por último, el beneficio neto de Natura creció más del 32%, de R\$ 300 millones en 2004 a R\$ 397 millones en 2005. Las siguientes informaciones financieras adicionales ilustran el impresionante crecimiento:

- Ingresos operativos netos:
 - 2004 – R\$ 1.770 millones;
 - 2005 – R\$ 2.282 millones;
- Costos y gastos netos (COGS + SG&A):
 - 2004 – R\$ 1.371 millones;
 - 2005 – R\$ 1.750 millones;
- Efectivo neto:
 - 2004 – R\$ 97,2 millones; y
 - 2005 – R\$ 198,9 millones.

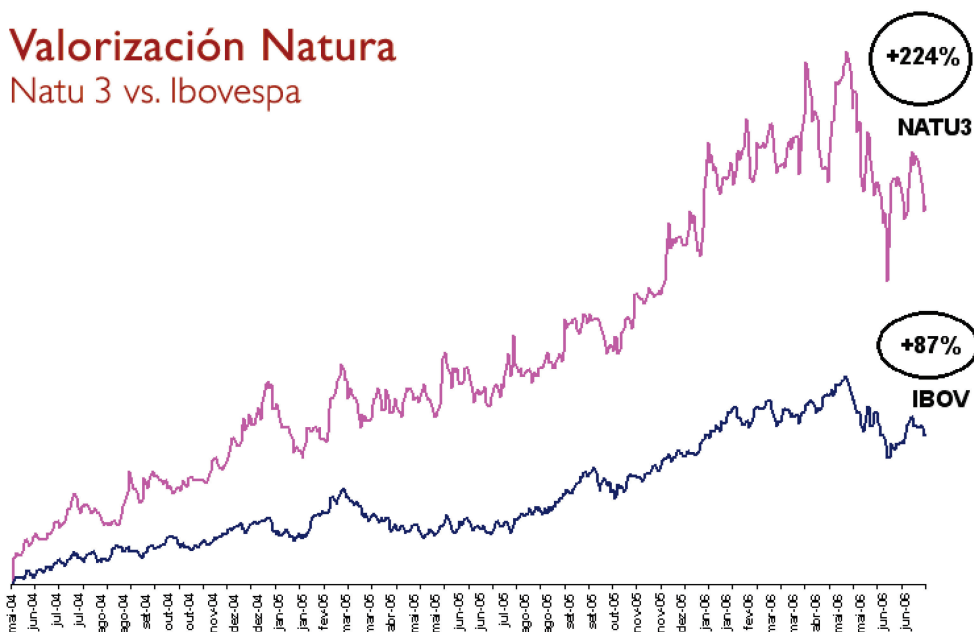
Natura finalizó el año 2004 con un margen EBITDA de R\$ 431,7 millones, un 46% más alto que el año 2003. La generación de efectivo bruto de la empresa alcanzó los R\$ 385,6 millones, un 60,6% más que en el año 2003. En abril de 2005, las acciones de Natura aumentaron un 115%, en comparación con un incremento del 31% en el índice BOVESPA (Ibovespa) durante el mismo período. Entre el 31 de diciembre de 2004 y el 31 de diciembre de 2005, el precio de las acciones de Natura aumentó más de un 38%, desde R\$ 14,44 a R\$ 19,94. Del mismo modo, la capitalización de mercado de la empresa aumentó más de un 37% durante el mismo período, de R\$ 6.200 millones el 31 de diciembre de 2004 a R\$ 8.500 millones el 31 de diciembre de 2005.

El precio de las acciones de Natura aumentó un 36,9% entre el 1 de enero y el 15 de agosto de 2006, desempeño que supera los siguientes índices accionarios de Brasil:

- IBrX50 aumentó un 12,8%;
- IBrX100 aumentó un 13,3%;
- ISE aumentó un 13,8%;
- ITAG aumentó un 19,5%; y
- IGC aumentó un 13,8%.

Valorización Natura

Natu 3 vs. Ibovespa



Note: NATU3 hasta 14/07/06



NET

Para los dueños de NET Serviços de Comunicação (NET), fue relativamente fácil tomar la decisión de incorporarse, en junio del año 2001, al Nivel 1 de Novo Mercado, el segmento de cotización especial para gobierno corporativo de BOVESPA. Pero cuando llegó el momento de considerar el siguiente paso y unirse al Nivel 2 de Novo Mercado, los desafíos eran otros. Este paso significaba que NET tendría que cumplir con criterios de gobierno corporativo aún más estrictos. Debido a que el escenario macroeconómico había cambiado desde el año 2001, era obvio que la compañía necesitaría capitales frescos para cumplir con sus obligaciones y consolidar su crecimiento. La incorporación al Nivel 2 ayudaría a los inversionistas extranjeros y a los organismos de clasificación de crédito a mejorar su opinión sobre la empresa; por ello, los principales inversionistas financieros de la empresa, BNDES y BRADESCAR, pidieron realizar cambios en el acuerdo de accionistas con el fin de mejorar los estándares de gobierno corporativo y llamar la atención de nuevos inversionistas. BNDES y BRADESCAR también querían asegurar que la estructura de gobierno corporativo fortalecería las funciones básicas de la compañía en el largo plazo.

Luego de que los propietarios y la gerencia de NET discutieron el futuro papel que cumplirían los accionistas mayoritarios, se estableció el compromiso de llegar al Nivel 2 cumpliendo los requisitos necesarios en junio de 2002. Los dueños de la compañía comprendieron la importancia de reformar el gobierno corporativo y el gran aporte que esto significaría para el valor de mercado y financiero de NET. Por tanto, la gerencia trabajó estrechamente con los miembros del Directorio con el fin de identificar las tendencias de mercado que justificarían mejorar los criterios de gobierno corporativo; en conjunto, recopilaron recomendaciones de inversionistas institucionales para llevar a cabo las reformas teniendo en cuenta su impacto en las operaciones de NET.

Qué Motivó a NET a Reformar el Gobierno Corporativo

Con operaciones en 44 grandes ciudades del país, entre otras Sao Paulo, Río de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre y Brasilia, con una base de suscriptores de 1,7 millones de clientes, la red de cable de NET supera los 35.000 kilómetros y llega a alrededor de 7,2 millones de edificios residenciales.

La estrategia de NET apunta a convertir a la compañía en el principal proveedor de servicios de entretenimiento y comunicaciones para el mercado residencial de Brasil. NET también desea mantener su posición como proveedor líder de servicios de TV pagada y continuar creciente en el negocio de la banda ancha. La compañía

pone énfasis en altas normas de gobierno corporativo y se concentra especialmente en mantener el liderazgo del sector de la televisión pagada a través de la consolidación y el crecimiento orgánico.

La necesidad de buscar capital externo para financiar la construcción de nuevas obras de infraestructura a mediados de los noventa, le dio a NET el empuje inicial para introducir buenas prácticas de gobernabilidad.

En los años 1993 y 1994, dos nuevos socios inversionistas, Globopar y Ralph Partners II, se unieron al socio original, Antônio Dias Leite. En el año 1996, cada uno de estos socios contaba con 33,3% de las acciones con derecho a voto de la compañía.

En 1996, la compañía (conocida entonces como Multicanal), generó US\$ 116 millones en una IPO nacional/internacional, con la cotización de sus acciones en BOVESPA y NASDAQ como parte de la estrategia de largo plazo destinada a diversificar sus alternativas de financiamiento. Dos años después, la compañía se fusionó con algunos operadores de TV pagada de propiedad de Organizacoes Globo, el grupo de comunicaciones más grande de Brasil, y cambió su nombre a Globo Cabo. (En 2002, volvió a cambiar una vez más su nombre a Net Serviços a fin de vincular el nombre a la marca NET, la cual ya gozaba de buena reputación entre sus clientes).

En 1998, los accionistas mayoritarios originales decidieron fortalecer la base patrimonial de la compañía con la incorporación de dos nuevos inversionistas financieros de gran tamaño. Como resultado, BRADESPAR (la sección de capital social de Bradesco) y BNDES (el Banco Nacional de Desarrollo de Brasil) se incorporaron al grupo mayoritario; el primero con 8% de las acciones con derecho a voto y el segundo con 14%. Junto a Globo y a RBS (la empresa líder de medios de comunicación del sur de Brasil), los nuevos accionistas se embarcaron en un plan estratégico a largo plazo cuya piedra angular fuera la transparencia en los mercados financieros. Ambos inversionistas fueron claros en sostener que para seguir invirtiendo en el negocio era vital contar con un marco de gobierno corporativo bien definido.

A medida que el negocio maduraba y crecía la necesidad de atraer más inversionistas con experiencia en el ámbito de las telecomunicaciones, se hizo evidente que los avances logrados en cuanto a gobernabilidad traían ventajas competitivas para la compañía a la hora de buscar inversionistas/asociados técnicos. En el momento de llevar a cabo esta búsqueda, la empresa ya era conocida y cotizaba sus acciones en BOVESPA, Nasdaq y Latibex y ya cumplía los requisitos para entrar al Nivel 2 de Novo Mercado, pues había logrado niveles de transparencia de nivel internacional y concedía 100% de derechos de venta preferencial de acciones (*tag-along*) a todos sus accionistas en caso de que se produjeran cambios en el control de la empresa.

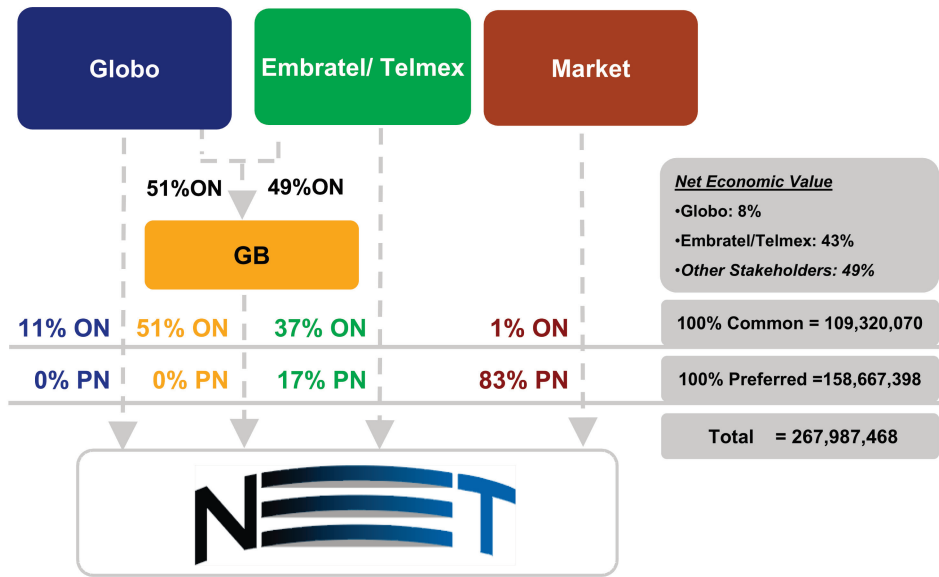
En marzo de 2005, Globo llegó a un acuerdo con Telmex, empresa que se convirtió en accionista de la compañía. Debido a que Telmex adquirió una parte importan-

te de las acciones, BNDES y BRADESPAR abandonaron el grupo mayoritario. Pocos meses después, BRADESPAR vendió su parte y BNDES permaneció como inversionista y es ahora el mayor accionista fuera del grupo mayoritario; actualmente, BNDES vela por los intereses de los accionistas minoritarios a través de su miembro nominado en el Directorio y en el Consejo Fiscal.

Debido que la compañía ya aplicaba altos estándares de gobierno corporativo, el grupo minoritario de accionistas puede vigilar el desempeño en forma transparente. Asimismo, las normas de gobierno corporativo aseguran que las decisiones en torno asuntos estratégicos de la compañía sigan un proceso equilibrado.

Nivel 2 de Novo Mercado

En el año 2002, nuevas actividades que aumentaron el capital social desencadenaron una segunda oleada de medidas vinculadas al gobierno corporativo, lo que llevó a la compañía a integrarse al Nivel 2 de Novo Mercado. A partir de ese momento, NET se convirtió en una empresa pionera en practicar la transparencia en sus relaciones con los mercados de capitales y aumentó su capital en US\$ 387,4 millones. Como resultado, los inversionistas financieros obtuvieron la capacidad de vetar ciertas decisiones en asuntos clave; a la vez, se extendieron los derechos totales de venta preferencial de acciones (*tag-along*) a todos los accionistas (con o sin derecho a voto), junto con la aplicación de otros requisitos impuestos por Novo Mercado. Además, NET aumentó su capacidad de cotización de acciones a casi 50%. Sin embargo, la gran mayoría de las acciones flotantes no tienen derecho a voto (83% de las acciones sin derecho a voto pero sólo 1% de acciones con derecho a voto). Alrededor de 70% del capital flotante está en poder de accionistas institucionales. La actual estructura de propiedad se presenta en el siguiente cuadro.



Un año después, se creó un Comité de Divulgación para decidir sobre temas relacionados con las comunicaciones y la información. Además, la gerencia comenzó a certificar sus estados financieros en conformidad con la Sección 302 de la ley Sarbanes-Oxley de Estados Unidos.

En 2004, se presentó un proyecto para cumplir plenamente con la ley Sarbanes-Oxley a fines de 2005; asimismo, se implementó un nuevo grupo de control interno y se modernizó la función de auditoría interna de la compañía, la que ahora informa directamente al Directorio.

También en el año 2005, se implementó un Consejo Fiscal, con atribuciones para realizar funciones de comité de auditoría y para asegurar el cumplimiento de los requisitos dictados por la ley Sarbanes-Oxley. Los tres miembros son completamente independientes y uno de ellos fue elegido por el grupo de accionistas minoritarios. Los auditores externos de NET responden ante el Directorio.

El Directorio y los Principales Ejecutivos

En este momento, el Directorio de NET está formado por 12 miembros no ejecutivos. Por lo tanto, los cargos de Presidente del Directorio y Gerente General son separados. Globo designa a siete directores, Telmex a tres y, en conformidad con los requisitos más recientes del Nivel 2 de BOVESPA (vigentes a partir de abril de 2006), dos son independientes, uno de los cuales es elegido por los accionistas minoritarios. Los Directores son elegidos por períodos de un año y pueden ser reelegidos. El Directorio también recibe el apoyo de un Comité Ejecutivo y un Comité Financiero.

Los funcionarios ejecutivos de NET son responsables de todos los asuntos relativos a la gestión y operaciones cotidianas de la compañía. Los funcionarios ejecutivos son ciudadanos de Brasil y pueden o no ser accionistas de NET. Además, la compañía actualmente emplea a cuatro altos gerentes.

Todos los miembros del Directorio y del Consejo Fiscal de NET pueden recibir compensaciones por participar de los Directorios. En la práctica, sólo uno director independiente y todos los miembros del Consejo Fiscal reciben tal compensación.

La compensación global y los beneficios en especie otorgados a los altos cargos ejecutivos de NET se incluyen en plan de incentivos a largo plazo, el cual está vinculado al desempeño operacional y financiero. NET informa el monto total de las compensaciones.

Los accionistas mayoritarios comprenden que para tener éxito en el mercado de capitales se necesita pleno compromiso con la coherencia en las comunicaciones y la transparencia. Los altos niveles de transparencia permiten a los inversionistas externos comprender y valorar más el negocio. En este sentido, NET cuenta con un Comité de Divulgación (formado por los funcionarios ejecutivos de la compañía,

incluyendo al Director General y al Director Financiero) el cual desempeña una función activa en cuanto a asegurar un alto nivel de transparencia al transmitir mensajes clave al mercado y monitorear de cerca los cambios en los niveles de demanda de parte de los inversionistas. Además del Directorio, el cual asume la responsabilidad global del gobierno corporativo de la compañía, el Comité de Divulgación evalúa los acontecimientos relacionados con gobierno corporativo en el mercado a fin de asegurar la adopción continua de prácticas óptimas a medida que éstas surgen.

Resumen de Resultados Financieros en 2004-2005

El buen desempeño registrado por NET en 2005, informado en conformidad con los GAAP de Brasil, es el resultado del crecimiento orgánico tanto en la base de clientes de TV pagada como en banda ancha, todo lo cual se está consiguiendo sin dejar de lado la rentabilidad. La compañía aumenta sus ingresos y, al mismo tiempo, maneja sus costos y gastos a fin de asegurar retornos de cada nuevo suscriptor. Durante 2006, la compañía espera mantener niveles de caja por alrededor de US\$ 150 millones. Además, 17 analistas de valores están atentos al desempeño de las acciones de la compañía y según sus cálculos, el EBITDA promedio a fines del año 2006 debería ascender a aproximadamente US\$ 240 millones.

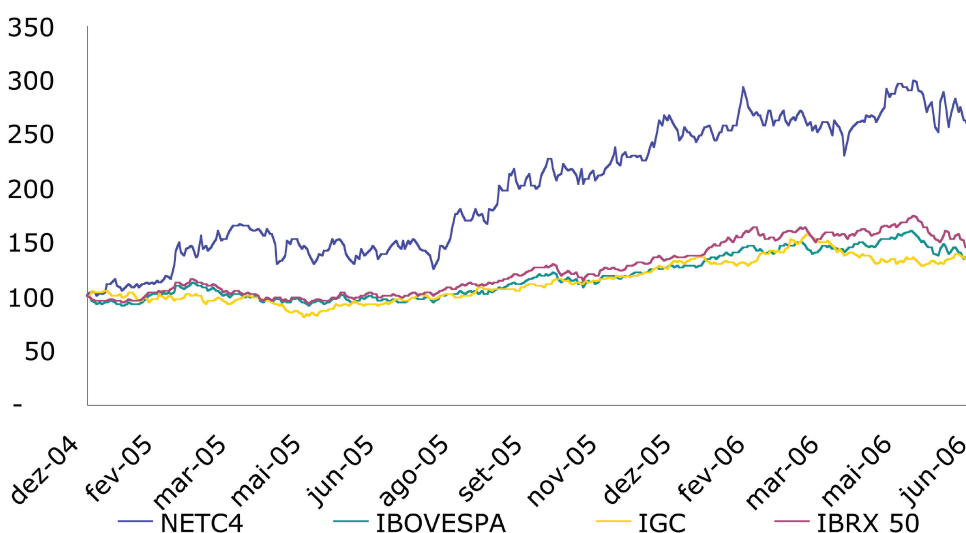
En 2005, la compañía registró US\$ 56 millones en ingresos netos, una verdadera mejora en comparación con la pérdida neta de US\$ 96 millones registrada en 2004. Este cambio positivo se debe a resultados operativos más sólidos y a una menor exposición al riesgo cambiario. En este sentido, los ingresos de NET aumentaron 14% en 2005 y llegaron a US\$ 669 millones, en comparación con los US\$ 497 millones en 2004. Este resultado se debe al aumento en la base de suscriptores tanto de TV pagada como de banda ancha y a los mayores ingresos provenientes del sistema *pay-per-view* ("PPV"). En el año, el EBITDA consolidado alcanzó los US\$ 186 millones, un salto de 46% en comparación con los US\$ 128 millones registrados el año anterior. Este crecimiento se explica por el aumento constante de suscriptores y las medidas de control de costos. A fines del segundo trimestre de 2006, el efectivo sumaba US\$ 135 millones, un incremento de 6% en comparación con los US\$ 127 millones registrados a fines del cuarto trimestre de 2005. En 2005, el crecimiento fue de 40% y costos y gastos por un total de US\$ 474 millones en comparación con los US\$ 339 millones en 2004.

La compañía terminó el año 2005 con 4.181 empleados, un crecimiento de 30% en comparación con 2004. Este aumento se concentra en los departamentos de ventas e instalaciones, los cuales representan un componente variable de casi 100% y se debe a la estrategia de crecimiento acelerado impulsada por la compañía.

Resultados

No es tarea sencilla el precisar qué es lo que determina el valor de una empresa en el mercado de acciones; sin embargo, es difícil pasar por alto que el impresionante crecimiento general del valor de mercado experimentado por NET se debe a la aplicación de normas de gobernabilidad más estrictas.

En junio de 2006, el valor de mercado de NET alcanzó R\$ 2.400 millones, con US\$ 115 millones en ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA). NET ha visto crecer su estructura de capital y busca oportunidades de crecimiento desde una posición financiera muy estable. Gracias a que el mercado reconoce estas mejoras, dos grandes inversionistas institucionales han declarado en forma pública ser titulares de más del 5% de las acciones preferenciales sin derecho a voto, lo cual no sólo demuestra su apoyo a la estrategia actual de la compañía, sino que también su conformidad con su nueva estructura de gobernabilidad.



El precio de las acciones de NET aumentó 149% entre 2004 (R\$ 0,43) a 2005 (R\$ 1,07) con un desempeño considerablemente mejor que los índices de acciones Ibovespa, IGC e IBRX50, según muestra el gráfico a continuación:

En 2005, la compañía recibió dos premios, uno de la revista Institutional Investor y otro de APIMEC-RJ, en reconocimiento directo de las políticas de transparencia adoptadas. Además, la compañía ha sido invitada a participar en varios grupos de empresas que discuten y analizan prácticas óptimas en términos de gobierno corporativo con inversionistas y legisladores.

En 2006, NET clasificó entre los principales cinco sitios de relaciones con inversionistas por IR Global Rankings y fue nominada para recibir el Premio 2006 de la Revista IR como una de las compañías que ha demostrado mayor evolución en términos de relaciones con los inversionistas.

NET cree que el mercado será quien dicte sus próximos pasos para mejorar su gobierno corporativo. En este sentido los accionistas de la compañía han demostrado claramente su compromiso con el buen gobierno corporativo y probablemente apoyen todos los esfuerzos realizados por NET para mantener su liderazgo en esta área.



Suzano

El Grupo Suzano (Suzano) se ha regido por los principios básicos de excelencia en cuanto a gestión, responsabilidad, compromiso con sus clientes, así como respeto por las personas, la comunidad y el medioambiente. Todos éstos son elementos centrales de la filosofía empresarial heredada de la familia fundadora del Grupo, los Feffers. Leon Feffer, el fundador, fue un inmigrante ruso-judio quien llegó a Brasil luego de la Revolución en Rusia; su hijo, Max Feffer, siguió sus pasos y dirigió Suzano hasta 2001.

Cuando Leon Feffer compró su primera máquina para hacer papel a principios de los años treinta, el Grupo que creó en 1924 inició un período de crecimiento sostenido y desarrollo. Luego de desarrollar la tecnología para producir celulosa a partir de eucaliptos, Suzano industrializó el proceso durante los años cincuenta; ya en los años sesenta producía papel fabricado completamente de celulosa proveniente de fibras de eucaliptos. A comienzos de los setenta y tras haberse percatado, sin equivocarse, que el consumo de plástico para la industria del embalaje aumentaría considerablemente en los siguientes años, Suzano decidió invertir en la industria petroquímica⁴.

Después de 1999 y bajo la dirección de Max Feffer, el Grupo vendió partes del grupo no estratégicas y sentó las bases de una estrategia de crecimiento para los sectores industriales en los que invirtió: celulosa, papel, y petroquímicos. Debido a las necesidades de capital de tales actividades, esta estrategia contemplaba mayor dependencia del mercado de capitales para financiar el crecimiento. De tal manera, en 2001 las dos principales áreas de negocios, la celulosa y los petroquímicos, se dividieron en dos empresas separadas: Suzano Papel y Celulosa y Suzano Petroquímica. En 2002 y bajo la dirección de la tercera generación de la familia, se llevó a cabo un completo proceso de reestructuración a fin de garantizar tanto la auto-sostenibilidad a largo plazo de ambas empresas como su capacidad de crecimiento competitivo. Para lograr estos objetivos, la familia fundadora quería asegurar que el Grupo no corriera los riesgos y las limitaciones inherentes de depender del capital de los accionistas mayoritarios.

En efecto, hacer converger las normas de gobierno corporativo con las prácticas óptimas era un aspecto central de las estrategias de gestión y del mercado de capitales de ambas compañías. Al crear las condiciones para conseguir mayor liquidez y un mayor precio para las acciones de ambas compañías, la modernización del gobierno

⁴ Los decenios posteriores constituyen una etapa importante en la historia de Suzano, pues fue entonces cuando se iniciaron proyectos de gran importancia, como las asociaciones con Cia. Vale do Rio Doce para implementar Bahia Sul, integrada con Suzano en la industria de la pulpa y el papel, y Río Polímeros, el primer complejo petroquímico completamente integrado de Brasil que utiliza fracciones de gas natural para producir polietileno.

corporativo también permitía una salida simple, justa y atractiva para las futuras generaciones del grupo mayoritario sin perjudicar las actividades de las empresas.

Cambios en el Gobierno Corporativo como parte del Proceso de Renovación Global

En 2003, Suzano concluyó la implementación de un modelo de gestión comprometido con las estrategias de crecimiento de ambas empresas. Este nuevo modelo descansa en tres pilares: (1) control familiar, que transmite al Grupo una visión de largo plazo, reputación y valores compartidos; (2) gestión profesional y supervisión del desempeño; y (3) asociaciones con los mercados de capital. La recientemente creada sociedad de inversión Suzano permitió a los accionistas mayoritarios disponer de una plataforma para supervisar las actividades de ambas compañías, además de establecer políticas coherentes en términos de planificación, definición de presupuesto, auditorías, evaluación de desempeño y desarrollo del liderazgo.

Como primer paso en la reestructuración del Grupo, un grupo de ejecutivos profesionales reclutados internamente y en el mercado asumió la gestión de las dos principales subsidiarias del Grupo –Suzano Papel y Celulosa y Suzano Petroquímica – así como del Grupo en sí. La nueva estructura de gestión de la sociedad de inversiones Suzano racionalizó actividades corporativas que solían estar duplicadas en las subsidiarias y con ello generó reducciones de costos del 30%.

Junto con la puesta en marcha del nuevo modelo de gestión del Grupo se realizaron cambios significativos en la función de los accionistas mayoritarios, quienes dejaron la función ejecutiva para concentrarse en la dirección estratégica y la supervisión administrativa. Así, el Directorio de la sociedad de inversiones Suzano comenzó a reflejar el Consejo Familiar de la familia Feffer, con la designación de ciertos miembros de la familia, junto con reconocidos profesionales independientes provenientes del mercado, en los Directorios y comités de las empresas subsidiarias. La separación total de las finanzas de la familia del capital del Grupo fue también una condición *sine qua non* para el éxito del nuevo modelo de gestión, proceso que puede resumirse en la frase “uno no debe vivir de la compañía sino de los resultados de la compañía”.

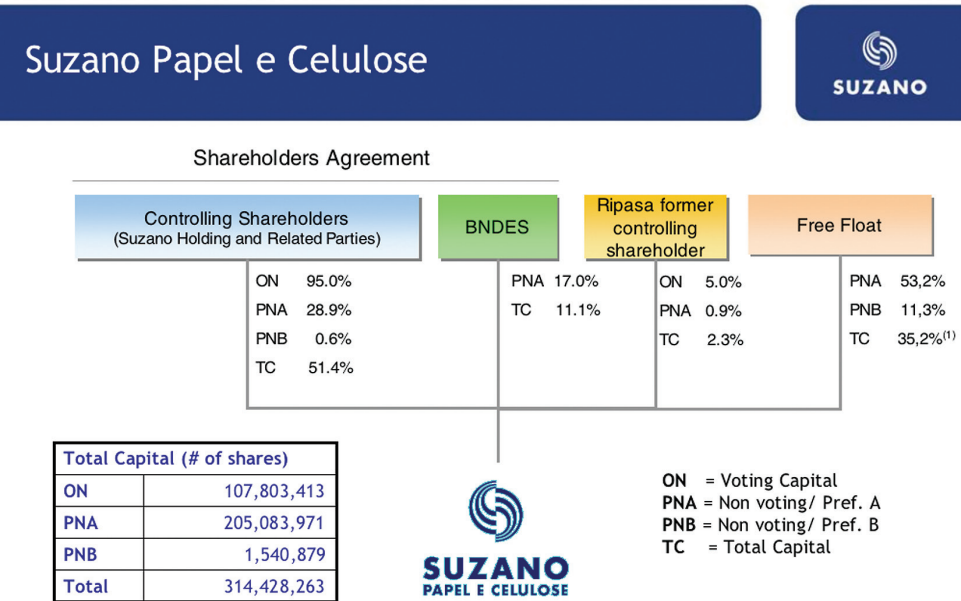
Los Cambios

a) Suzano Papel y Celulosa S.A.

En 2003, Suzano Papel y Celulosa cotizó sus acciones en el Nivel 1 de los segmentos especiales de gobierno corporativo de BOVESPA, con lo cual completó el primer paso de su estrategia para el mercado de capitales con una fructífera oferta pública de R\$ 443 millones / US\$ 151 millones, de los cuales R\$ 150 millones / US\$ 51,2 millones correspondieron a acciones de primera emisión.

Como resultado de la oferta, las tenencias del grupo mayoritario se redujeron de 59,6% a 55,2% del total. El 30 de junio de 2006, Suzano Papel y Celulosa tenía 3.199 accionistas, los cuales incluían 146 inversionistas institucionales extranjeros, 313 inversionistas institucionales locales y 2.740 inversionistas individuales locales. No se asignó derechos de venta preferente de acciones (o *tag-along*) a los accionistas minoritarios.

Accionistas	Acciones con derecho a voto	Acciones preferenciales Tipo "A"	Acciones preferenciales Tipo "B"	Capital total
Accionistas mayoritarios y otros relacionados	95,0%	27,5%	0,6%	50,5%
Otros	5,0%	0,9%	-	2,3%
BNDES	-	17,0%	-	11,1%
Capital flotante	-	54,6%	11,2%	35,6%



El Presidente del Directorio de Suzano Papel y Celulosa es el Gerente General de la sociedad de inversiones Suzano, pero ningún miembro del Directorio de la compañía pertenece a la gerencia principal. Según el acuerdo de accionistas de Suzano Papel y Celulosa, el Directorio se compone de nueve miembros, de los cuales cinco son elegidos por los accionistas mayoritarios, tres son independientes y uno es elegido por BNDES (Banco Nacional de Desarrollo de Brasil). El Directorio cuenta con tres comités:

- El Comité Administrativo es responsable de asesorar al Directorio en temas de financiamiento, presupuesto, controles internos, desarrollo de recursos humanos y nuevos líderes, políticas de compensación a los ejecutivos, temas legales, relaciones con el mercado de capitales y nuevos proyectos e inversiones. Este Comité también supervisa el desempeño de la compañía y sus ejecutivos, así como la formulación de las políticas corporativas;
- El Comité de Sostenibilidad y Estrategia es coordinado por uno de los miembros independientes del Directorio y es responsable de asesorar al Directorio en temas de planificación y estrategia a largo plazo, además del concepto estratégico de sostenibilidad para lograr niveles mundiales de excelencia; y
- El Comité de Auditoría es coordinado por uno de los miembros independientes del Directorio y es responsable de asesorar al Directorio en el análisis de los estados financieros, la adopción de controles internos confiables de parte de la plana directiva y la supervisión de la calidad de la información divulgada a los accionistas y al mercado. Otro ámbito de su labor es la supervisión de la calidad y la independencia del trabajo de los auditores externos y del departamento de auditoría interna, además de controlar la aplicación del Código de Conducta y de las Políticas Corporativas en temas ambientales, salud y seguridad.

El equipo de gerencia de Suzano Papel y Celulosa está compuesto por ocho ejecutivos profesionales seleccionados en el mercado en función de un análisis del desempeño y el perfil. Un nuevo gerente general recientemente contratado lidera al equipo de gerencia de Suzano. A fines de 2005, la compañía tenía 3.283 empleados.

Suzano Papel y Celulosa aumentó su valor económico de US\$ 1.067 millones a fines de 2003 al valor actual de US\$ 1.671 millones al 30 de junio de 2006⁵. El precio de la acción preferente de US\$ 3,9/por acción a fines de 2003 aumentó a US\$ 5,88/por acción al 30 de junio de 2006. Las acciones de la compañía forman parte del Índice IBRX 100 (el cual incluye a las 100 empresas con mayor liquidez de la Bolsa de Valores de Sao Paulo).⁶ En la primera mitad de 2006, el IBRX 100 registró un aumento de valor de 19,5%, mientras que las acciones de Suzano Papel y Celulosa aumentaron 17%, expresado en términos del dólar. A continuación se presentan los resultados financieros de la compañía en conformidad con los GAAP de Brasil:

⁵ El volumen promedio diario transado de sus acciones luego de la oferta pública aumentó de US\$ 95.000 antes de la oferta al nivel actual de US\$ 900.000 al día.

⁶ En diciembre de 2005, Suzano Papel y Celulosa apareció en la primera edición del ISE-Índice de Sustentabilidad Empresarial, el índice de la Bolsa de Valores brasileña de empresas que se rigen por prácticas óptimas de sostenibilidad. Suzano Papel y Celulosa espera mantenerse en este Índice en 2006 luego de su revisión anual. Suzano Petroquímica está trabajando para ser incluida. Además, las acciones preferenciales de Suzano Papel y Celulosa y de Suzano Petroquímica también se cotizan en Latibex, el segmento especial de la Bolsa de Valores de Madrid para valores de América Latina.

	En \$ brasileños / US\$ - 2005	En \$ brasileños / US\$ - 2004	%
Capitalización de mercado	3.360 mln / 1.435 mln	3.717 mln / 1.400 mln	-9,60 / 2,5
Precio de la acción	11,60 / 4,96	12,84 / 4,84	-9,66 / 2,48
Ingreso neto	500 mln / 205 mln	603 mln / 206 mln	-17,08 / -0,49
Ingresos operacionales netos	2.554 mln / 1.049 mln	2.640 mln / 902 mln	-3,26 / 16,3
Costos y gastos netos	1.947 mln / 799 mln	1.827 mln / 624 mln	6,57 / 28,0
Efectivo neto	1.086 mln / 464 mln	1.042 mln / 393 mln	4,22 / 18,1

La sociedad de inversiones Suzano define las directrices de gobierno corporativo de ambas compañías, Suzano Papel y Celulosa y Suzano Petroquímica, y los gerentes generales de cada compañía son responsables de ponerlas en práctica con el apoyo de las divisiones correspondientes. Cualquiera de las divisiones de las compañías puede liderar o proponer mejoras a las prácticas de gobierno corporativo. Además, el respectivo jefe de relaciones con los inversionistas y el equipo de esa área ayudan al gerente general a supervisar el gobierno corporativo y/o cualquier mejora que se lleve a cabo en este ámbito.

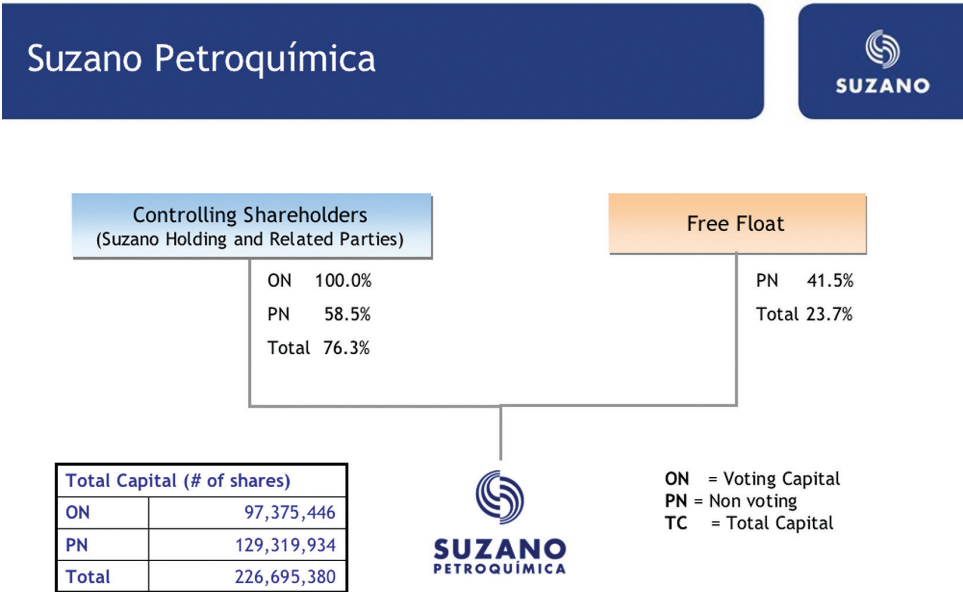
b) Suzano Petroquímica S.A.

Suzano Petroquímica era una empresa Holding con posiciones de control compartido en varias empresas petroquímicas del Brasil. Después de que fue revisada la estrategia de actuación de Suzano Petroquímica en el sector petroquímico nacional en 2004, se hizo evidente que si se realizaban nuevas inversiones importantes en asociación con el mercado de capitales, la compañía podía transformarse en un líder de la industria en América Latina dada la calidad de sus activos, sus oportunidades de consolidación y crecimiento, su sólida estructura de capital y las prometedoras expectativas que enfrentaba en el negocio del sector petroquímico brasileño a medio y largo plazo. Por tanto, la asociación con el mercado de capitales fue identificada como fundamental para viabilizar la estrategia de largo plazo de la empresa.

En noviembre de 2004, Suzano Petroquímica se incorporó al Nivel 2 del segmento especial sobre gobierno corporativo de BOVESPA y adoptó medidas adicionales de gobierno corporativo aún más exigentes que aquellas requeridas en ese momento por las reglas de BOVESPA para empresas Nivel 2 de Novo Mercado. Suzano Petroquímica se transformó en la primera empresa familia y la primera compañía petroquímica en incorporarse al Nivel 2. En caso de un cambio en el control o una fusión, todos los accionistas minoritarios tienen derecho a vender sus acciones a 80% del precio que recibe el grupo mayoritario. Además, los accionistas minoritarios también tienen derecho a una oferta pública al valor de mercado si la compañía deja de cotizar en el Nivel 2. Por último, las empresas del Nivel 2 también aceptan arbitrajes privados a cargo de la Cámara de arbitraje de BOVESPA en caso de conflictos entre accionistas.

La oferta de acciones de Suzano Petroquímica, que se realizó en diciembre de 2004, constituyó un paso importante en aras de aumentar la liquidez accionaria y diversificar la base de accionistas. Alcanzó un valor total de R\$ 179 millones / US\$ 66,2 millones, de los cuales R\$ 32 millones / US\$ 11,8 millones correspondieron a un oferta de acciones de primera emisión. La oferta redujo la participación del grupo mayoritario en el capital total de 83,6% a 73,1%. Al 30 de junio de 2006, Suzano Petroquímica tenía 4.897 accionistas, incluido 39 inversionistas institucionales extranjeros, 263 inversionistas institucionales locales y 4.595 inversionistas individuales locales.

Accionista	Acciones con derecho a voto	Acciones preferenciales	Capital total
Accionista mayoritario y otros relacionados	100%	58,5%	76,3%
Capital flotante	-	41,5%	23,7%



Hasta agosto de 2005, el vínculo entre los altos cargos de Suzano Petroquímica y su Directorio estaba asegurado por la presencia de representantes de la sociedad de inversiones Suzano en la gerencia principal de la compañía. Con la adquisición de Polibrasil en septiembre de 2005, a través de la cual Suzano Petroquímica se transformó en líder en la producción y venta de polipropileno en América Latina y el segundo mayor productor de resinas termoplásticas en Brasil, se adoptó una estructura de gestión y supervisión corporativa intermedia a fin de garantizar una fusión armónica

de culturas. La composición de los altos cargos de Suzano Petroquímica reflejó esta fase de transición hasta septiembre 2006, donde el Presidente del Directorio asumió también el cargo de Gerente General.

A partir de septiembre, los nuevos altos cargos se componen de cuatro ejecutivos liderados por una estructura de dos co-gerentes generales. El Sr. João Pinheiro Nogueira Batista y el Sr. José Ricardo Roriz Coelho fueron nominados como estos dos co-gerentes generales, con lo cual finalmente se separaron los cargos de Presidente del Directorio y de Gerente General. Ningún otro miembro del Directorio forma parte de la gerencia principal de la compañía.

Suzano Petroquímica también creó el Comité Administrativo como un Comité del Directorio con la misma estructura de gobierno adoptada por Suzano Papel y Celulosa. La responsabilidad por las políticas y prácticas de gobierno también es similar al caso de Suzano Papel y Celulosa. Estos cambios reflejan que los accionistas mayoritarios de Suzano comprenden cuál es el mejor *modus operandi* para las empresas que controlan y hacen converger las prácticas de gobierno a través de todo el Grupo.

El Directorio de Suzano Petroquímica tiene tres Comités: el Comité de Sostenibilidad y Estrategia; el Comité de Auditoría y el Comité Administrativo, cada uno con los mismos atributos que los respectivos comités en Suzano Papel y Celulosa.

A fines de 2005, Suzano Petroquímica tenía 474 empleados. La capitalización de mercado de Suzano Petroquímica aumentó de US\$ 237 millones a fines de 2003 a US\$ 350 millones al 30 de junio de 2006. El precio de las acciones preferenciales de US\$ 1,02/por acción registrado a fines de 2003 aumentó a US\$ 1,56/por acción al 30 de junio 2006.⁷ Justo después de la siguiente oferta de acciones, Suzano Petroquímica ingresó al Índice IBRX 100. La compañía informa sus resultados financieros en conformidad con los GAAP de Brasil y los GAAP de Estados Unidos, de acuerdo con las exigencias del Nivel 2 de BOVESPA:

	En \$ brasileños / US\$ - 2005	En \$ brasileños / US\$ - 2004	%
Capitalización de mercado	3.360 mln / 1.435 mln	3.717 mln / 1.400 mln	-9,60 / 2,5
Precio de la acción	11,60 / 4,96	12,84 / 4,84	-9,66 / 2,48
Ingreso neto	500 mln / 205 mln	603 mln / 206 mln	-17,08 / -0,49
Ingresos operacionales netos	2.554 mln / 1.049 mln	2.640 mln / 902 mln	-3,26 / 16,3
Costos y gastos netos	1.947 mln / 799 mln	1.827 mln / 624 mln	6,57 / 28,0
Efectivo neto	1.086 mln / 464 mln	1.042 mln / 393 mln	4,22 / 18,1

⁷ El volumen promedio diario acciones transadas aumentó de US\$ 33.740 en 2003 al nivel actual de US\$ 1.000.000 al día. En 2005, el volumen promedio diario transado fue superior a US\$ 1 millón. Todas las acciones de las empresas petroquímicas cotizadas en BOVESPA sufrieron bajas considerables en 2006 debido a los altos costos de producción que coincidieron con una fuerte apreciación de la moneda local. Si consideramos la posición de los últimos doce meses antes de junio de 2006, las acciones preferenciales de Suzano Petroquímica sufrieron una pérdida de valor de 17,2% expresada en términos del dólar, mientras que sus pares industriales registrados en BOVESPA presentaron una devaluación promedio de 22,8%.

Otras Características Fundamentales del Gobierno Corporativo

Para asociarse con los mercados de capital, el Grupo Suzano necesita equilibrar en forma equitativa los derechos de cada tipo de acción de sus subsidiarias. En ambas compañías y varios años antes de que esto fuera un requisito legal, la sociedad de inversiones Suzano renunció a su derecho legal de exigir a los accionistas minoritarios la elección de un miembro del Directorio a partir de una lista de tres candidatos. En su lugar, se lleva a cabo una elección directa y separada para elegir al representante en el Directorio de las acciones preferenciales que posean al menos 10% del capital total. Los accionistas minoritarios también están representados en el Concejo Fiscal permanente de ambas compañías.

En junio de 2006, el Grupo Suzano publicó su Código de Conducta que rige para todas sus empresas. Este documento contiene directrices y reglas de comportamiento para todo el personal que trabaja en las empresas del Grupo Suzano, institucionaliza las prácticas y valores que han sido parte de la rutina cotidiana del Grupo Suzano durante más de 80 años y reafirma el compromiso del Grupo con los mercados de capital, sus principios de atribuirle valor a su personal, el desarrollo sostenible y principios éticos que orientan todo el trabajo de las compañías.

Los Directorios de Suzano Papel y Celulosa y Suzano Petroquímica han creado a una Comisión de Remuneraciones compuesta por miembros del Directorio de ambas compañías. Cada compañía cuenta con su propia comisión, la cual es responsable de asignar los montos aprobados por la Asamblea General Anual de Accionistas entre el Directorio y los altos cargos, en función de referencias externos, mientras que el Comité de Gestión se hace cargo de establecer políticas de compensación para los ejecutivos. El Grupo busca hacer converger los incentivos de los ejecutivos con los objetivos de las empresas y sus accionistas y para este fin se establecieron programas de compensación a largo plazo en función del desempeño de las acciones y su comportamiento relativo en comparación con sus pares (programa restringido de acciones fantasmas o diferidas). La compensación que reciben los altos cargos de Suzano Papel y Celulosa y de Suzano Petroquímica también incluye beneficios a corto plazo ligados a los resultados corporativos.

Evolución Reciente y Planes para el Futuro

La adopción de prácticas de gobierno de alto nivel y la asociación con el mercado de capitales continúan habilitando tanto a Suzano Papel y Celulosa como a Suzano Petroquímica para llevar a cabo la expansión estratégica de sus operaciones. Algunos ejemplos son la inversión realizada por Suzano Papel y Celulosa de su segunda línea de celulosa en Mucuri y la adquisición del 50% de Ripasa S.A. Celulosa y Papel, planta que produce celulosa, papel de imprenta y para escribir, papeles especiales, carton-

cillo y cartones.⁸ Por su parte, la adquisición del control de Polibrasil permitió a Suzano Petroquímica transformarse en una compañía con operaciones de su propiedad absoluta, simplificar su estructura, proporcionar más transparencia y facilitar la comprensión de sus actividades por parte del mercado.

El reposicionamiento de Suzano Papel y Celulosa y de Suzano Petroquímica en el mercado de capitales está apenas comenzando. Se trata de una decisión estratégica fundada en la idea de que la sostenibilidad no depende exclusivamente de la rentabilidad. El mercado de capitales está íntimamente ligado a la sostenibilidad, pues financia el crecimiento, reduce el costo del capital, mejora la imagen institucional y permite un mecanismo de salida en el tiempo para los miembros del grupo mayoritario.

En el futuro cercano, algunos de los objetivos de gobierno corporativo del Grupo Suzano incluyen los siguientes: (i) tener plenamente operativos los recientemente creados comités del Directorio tanto en Suzano Papel y Celulosa como en Suzano Petroquímica y (ii) concentrarse más en controles internos mejorando las estructuras y procedimientos administrativos.

El Grupo Suzano desempeña una función cada vez más activa en instancias donde se debaten permanentemente temas de desarrollo del gobierno corporativo y del mercado de capitales. En particular, el Grupo Suzano es uno de los patrocinadores y socio activo del IBRI – Instituto Brasileño de Relaciones con Inversionistas, cuya misión es aportar al desarrollo y especialización de los profesionales de las relaciones con los inversionistas.⁹ Para estimular el desarrollo del mercado de capitales en Brasil y atraer más inversionistas minoritarios a la Bolsa de Valores, el Grupo Suzano, en asociación con otras empresas e instituciones, fundó el Instituto Nacional de Inversionistas (INI), cuya meta es entregar educación y conocimientos actualizados sobre el mercado accionario a las personas a través de la creación de clubes de inversión.¹⁰

⁸ La adquisición de Ripasa consolidó el liderazgo de Suzano Papel y Celulosa en el mercado del papel de Brasil, tanto en los segmentos de papel para imprimir y escribir como de cartoncillo.

⁹ En la actualidad, el Subgerente General de Suzano Petroquímica es el Presidente del Directorio de IBRI y el Gerente de Relaciones con los Inversionistas de Suzano Petroquímica es el Director del Instituto.

¹⁰ El Gerente de Relaciones con los Inversionistas de Suzano Papel y Celulosa es actualmente el Presidente de INI.



Ultrapar

A fines del decenio de 1960 y a comienzos de los setenta, Ultrapar Participações S.A. (Ultrapar) dedicaba principalmente a la distribución de gas licuado de petróleo, el negocio para el cual se fundó la compañía en 1937. Muy poco tiempo después, Ultrapar ingresó a una nueva fase de emprendimiento y diversificación cuando tomó el mando el Sr. Pery Igel, hijo del fundador de la compañía, Ernesto Igel. Pery Igel aprovechó las oportunidades de expansión y crecimiento que se le presentaban a Ultrapar a la luz del contexto de Brasil en ese momento.

Así, se hicieron inversiones en la expansión de los segmentos petroquímicos y químicos de la compañía así como en las industrias de fertilizantes, transporte, ingeniería, reproducción animal y almacenamiento. Por ejemplo, la línea de negocios y empresa Oxiteno se fundó en 1970 y muy poco tiempo después se transformó en líder en la producción de óxido etílico y sus principales derivados. El lanzamiento de Oxiteno coincidió con la construcción de un parque industrial en el Complejo Petroquímico de Mauá, en Sao Paulo. Ocho años después de creado Oxiteno, Ultrapar fundó otra entidad: Tequimar, la que pronto se convertiría en la principal empresa de almacenamiento de productos químicos en Brasil.

Como resultado de la creciente complejidad de sus líneas de negocios y la competencia en los respectivos segmentos de mercado e industrias, en los años setenta Ultrapar experimentó un período de intensa profesionalización de directivos y personal, todo lo cual trajo consigo importantes desafíos.

El desafío que enfrentaba el Gerente General de Ultrapar, Pery Igel, era conciliar las posibles fuerzas divergentes de los futuros objetivos comerciales de la compañía con las incertidumbres e intereses de la familia fundadora. Para encontrar el justo equilibrio entre estas fuerzas, a mediados de los ochenta Pery Igel decidió llevar a cabo un conjunto sin precedentes de iniciativas de gobierno corporativo, aun cuando la expresión gobierno corporativo era casi desconocida en la región.

Como parte de esas gestiones, en 1984, el Sr. Igel emitió una cantidad limitada de acciones para los gerentes de la compañía como parte de un contrato de empleo a 20 años. El objetivo era alinear los intereses de los gerentes con aquellos de los accionistas para asegurar que con el tiempo estos nuevos propietarios/ejecutivos ayudarán a construir una empresa sólida. A este nuevo proceso inicial de gobierno corporativo le siguió en el decenio posterior una oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés) internacional que redundó en la cotización de las acciones de la compañía en BOVESPA y en la Bolsa de valores de Nueva York (NYSE). Un año después, Ultrapar entre-

gó derechos de venta preferencial de acciones (*tag-along*) a todos los accionistas, lo cual vino a robustecer las demás iniciativas de buen gobierno corporativo.

El Largo Camino Hacia la Buena Gobernabilidad

En los primeros 15 años luego de que el Sr. Igel lanzara su serie inicial de iniciativas de gobierno corporativo, la compañía adoptó una nueva estructura de capital y una estrategia de reestructuración con el objeto de proteger el negocio de cualquier conflicto a futuro con la familia de los dueños. Se buscaron accionistas minoritarios a quienes se convirtió en nuevos propietarios y que ayudaron a mantener el impulso para adoptar la nueva estructura de gobierno de la compañía. Después vendría la consolidación, siguiente etapa de la estrategia.

Los intereses de la propiedad familiar en la compañía se fusionaron en una participación única denominada Ultra S.A. Hoy, Ultra S.A. está casi por completo en manos de la familia Igel y de ciertos miembros de la gerencia principal y controla la mayoría de las acciones de Ultrapar.

Debido a que la compañía operaba en varios negocios aislados simultáneamente, el entorno era propicio para la duplicación de estructuras e incremento de costos. Conscientes de este riesgo, la gerencia de Ultrapar comenzó a vender bienes secundarios y se deshizo de los negocios menos rentables para finalmente consolidar la empresa.

El siguiente paso era cotizar en la bolsa, lo cual sucedió en 1999 con recaudaciones por US\$ 130 millones. La oferta pública inicial fue considerada un paso muy importante en el éxito de la compañía ya que le impuso disciplina y la obligó a concentrarse en la creación de valor. Además, el plan de cotizar en la bolsa fue diseñado en última instancia para facilitar la liquidez de la familia y la gerencia sin afectar los negocios de la Compañía.

Escuchar a los Inversionistas

Un año después de la oferta pública inicial de 1999, la compañía otorgó derechos de venta preferencial de acciones (*tag-along*) a todos los accionistas, con lo cual se garantiza el trato equitativo a los accionistas minoritarios en caso de que se produzcan cambios en el control de la empresa. La decisión se fundó en el entendimiento de que para ser una verdadera empresa que cotice en la bolsa era necesario alinear los intereses de los inversionistas externos con aquellos del grupo mayoritario. Esta iniciativa diferenció a Ultrapar de la mayoría de las empresas del país pues la ley para empresas que exigía la aplicación de este tipo de derechos se aprobó sólo al año siguiente. Aún así, la ley limitaba tales derechos al 80%, y sólo eran necesarios en el caso de las acciones comunes con derecho a voto; sin embargo, Ultrapar garantizaba derechos por el

100% del precio de la oferta a los titulares de todas las clases de acciones, con y sin derecho a voto.

Al mercado le tomó cierto tiempo reconocer que Ultrapar estaba llevando a cabo una reforma seria de su gobierno corporativo. Los precios de las acciones de Ultrapar enfrentaron bastantes dificultades en los primeros años de cotización en la bolsa. Sin embargo, seis años después, en la siguiente oferta, la reacción del mercado cambió por completo y el valor de la empresa coincidió con los indicadores del mercado brasileño.

El Proceso de Gobierno Corporativo

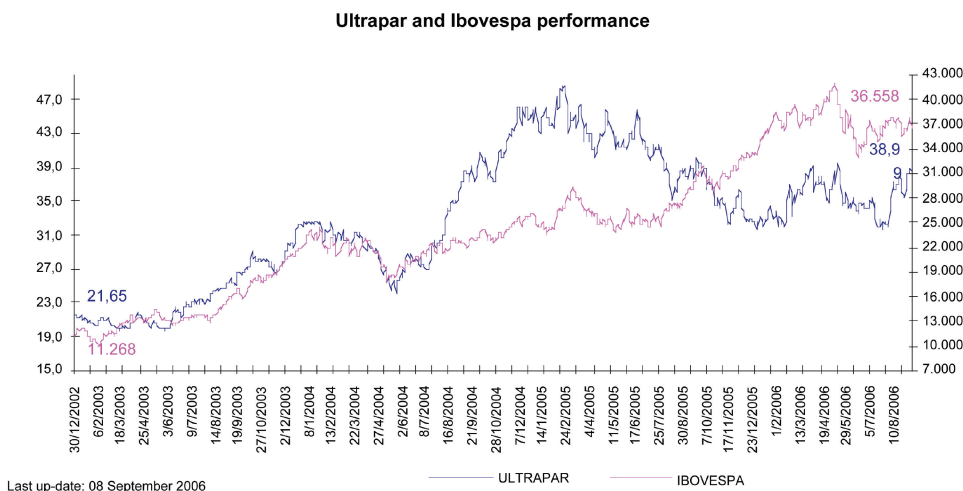
La estructura y los procesos de gobierno corporativo de Ultrapar buscan alinear los intereses de los ejecutivos con aquellos de los accionistas. La compañía se guía por su creencia en que un sistema de gobierno corporativo eficaz es la base para la confianza que caracteriza el propio funcionamiento de una economía de mercado. Por ejemplo, como parte de su reforma de gobierno corporativo, la compañía alineó la distribución de dividendos entre los accionistas comunes y los preferenciales.

El principio de alineamiento también llevó a la empresa a establecer un sistema de compensación de los ejecutivos vinculado con la generación de valor para los accionistas. Desde el año 2002, los bonos de los ejecutivos están ligados al desempeño del valor económico agregado de cada unidad comercial. Además, para asegurar que la nueva generación de gerentes se desempeñen también como socios de la empresa, se implementó un plan de compensación de acciones a largo plazo que utiliza acciones preferenciales conservadas en la tesorería de la compañía.

Para Ultrapar, el Directorio, presidido por el Gerente General, es un mecanismo primordial de gobierno corporativo y se compone de siete miembros de los cuales cuatro son Directores independientes no ejecutivos y dos altos ejecutivos. Existen tres comités del directorio: Auditoría, Compensaciones y Ética. Los Comités de Compensaciones y Ética dependen directamente del Directorio. En el año 2002, la Compañía concedió a los accionistas minoritarios el derecho de elegir miembros del Directorio, disposición que las empresas brasileñas no están obligadas a cumplir hasta el año 2006. La iniciativa es poco común en Brasil y constituye una demostración del compromiso de la compañía de proteger los intereses de los accionistas minoritarios.

Aunque no existe una unidad o empleado responsable de las políticas y prácticas del gobierno corporativo de la compañía, el Directorio Ejecutivo y el Directorio siempre están pendientes de las mejores prácticas empresariales y de gobierno corporativo. Por ejemplo, se elaboró un Código de Ética para todos los profesionales y estructuras de la compañía con el que se pretende reducir el nivel de subjetividad en la interpretación de principios éticos, formalizar un patrón de conducta profesional que incluya el manejo de conflictos de interés, y garantizar la debida conducta ética de todo el per-

sonal y las unidades a la hora de abordar inquietudes sobre eficiencia, competitividad y rentabilidad.

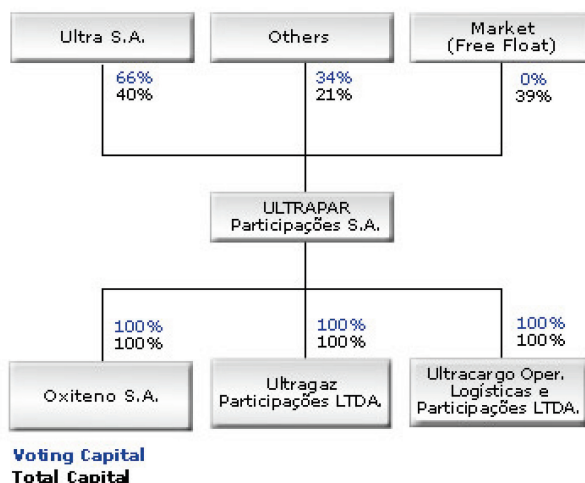


El paso más reciente de Ultrapar en camino hacia el buen gobierno corporativo fue la decisión de incorporarse al Nivel 1 de Gobierno Corporativo del BOVESPA, proceso que se llevó a cabo el 2 de octubre de 2005. Aunque Ultrapar ya era parte del ITAG (Índice de Acciones con *Tag-Along* Diferenciado), su incorporación al Nivel 1 significó la incorporación de la compañía al IGC (Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado). Así, las acciones de la compañía se desempeñan casi en paralelo al Índice Ibovespa.

Resultados

Hoy en día, Ultrapar es uno de los conglomerados más exitosos de Brasil. Reúne a tres compañías diferentes, como se muestra a continuación, cada una con una posición prominente en su respectivo segmento: Ultragaz, líder brasileño en el mercado de la distribución de gas licuado de petróleo (GLP), dispone del 24% de las acciones del mercado; Oxiteno, el mayor productor de productos químicos especiales de Brasil, es el único fabricante de óxido etílico y derivados en el área del Mercosur (que abarca Brasil, Argentina, Paraguay y Uruguay); y Ultracargo, el mayor proveedor de servicios integrados de transporte terrestre, almacenamiento y manejo de químicos y combustibles.

Corporate Structure



Acciones corrientes			%	Acciones preferenciales		%	Total		%
ULTRA S.A.	32.646.696	66%		0	0%		32.646.696	40%	
Otras	15.014.462	31%		2.482.161	8%		17.496.623	21%	
Mercado (capital flotante)	1.768.739	3%		29.413.351	92%		31.182.290	39%	
TOTAL	49.429.897	100%		31.895.512	100%		81.325.409	100%	

Según consta en los estados financieros de Ultrapar elaborados en conformidad con los GAAP de Brasil y Estados Unidos, las ganancias netas combinadas de estos tres negocios en el año 2005 se calcularon en R\$ 4.700 millones / US\$ 1.900 millones, con margen de ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (margen EBITDA) de R\$ 546 millones / US\$ 224 millones, e ingresos netos de R\$ 299 millones / US\$ 123 millones. Desde 1998 (año base para la OPA de la Compañía), Ultrapar registra un promedio anual de crecimiento compuesto de 18% en términos de EBITDA y de 31% en términos de ingresos netos. A continuación presentamos los resultados financieros de Ultrapar para los años 2004 y 2005.

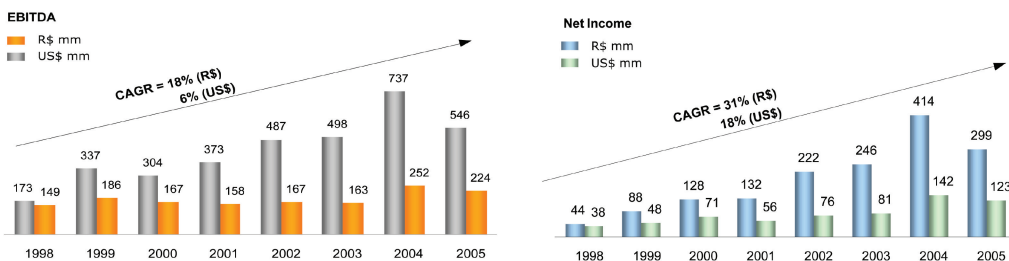
■ Ingresos netos:

- 2004 – R\$ 414 millones / US\$ 142 millones;
- 2005 – R\$ 299 millones / US\$ 123 millones;

■ Ganancias operacionales netas:

- 2004 – R\$ 4.784 millones / US\$ 1.635 millones;
- 2005 – R\$ 4.694 millones / US\$ 1.928 millones;

- **Costos y gastos netos:**
 - 2004 – R\$ 4.220 millones / US\$ 1.442 millones;
 - 2005 – R\$ 4.335 millones / US\$ 1.780 millones;
- **Efectivo neto:**
 - 2004 – R\$ 46 millones / US\$ 17 millones; y
 - 2005 – R\$ 191 millones / US\$ 82 millones.



Hoy, la compañía tiene aproximadamente 7.000 empleados.

El Reconocimiento de la Buena Gobernabilidad

En su búsqueda de una mejor gobernabilidad corporativa, la compañía ha recibido distintas formas de reconocimiento de los mercados de capitales; algunas de ellas se describen a continuación:

Año	Premio / Reconocimiento	Entidad
2006	Mejor empresa en gobierno corporativo en el segmento petrolífero, gasífero y petroquímico del ranking de América Latina y cuarto lugar en gobierno corporativo en el ranking de América Latina	IR Global Rankings
2005	Mejor Gerente General de Finanzas en el segmento petrolífero, gasífero y petroquímico del ranking de América Latina – Fábio Schvartsman	Institutional Investor Re-search Group
2005	Mejor empresa en gobierno corporativo en el segmento petrolífero, gasífero y petroquímico del ranking de América Latina por segundo año consecutivo	Institutional Investor Re-search Group
2005	Preseleccionado como mejor ejecutivo en relaciones con inversionistas– Compañías no registradas en el Índice Ibovespa– Fábio Schvartsman	Premio Revista IR Brasil
2005	Preseleccionada como mejor compañía en gobierno corporativo	Premio Revista IR Brasil
2005	Preseleccionada –Grand Prix para el mejor programa de relaciones con inversionistas Compañías no registradas en el Índice Ibovespa	Premio Revista IR Brasil
2004	Preseleccionado como mejor sitio web de relaciones con inversionistas de Brasil	Ranking Mundial IR
2004	Mejor empresa en gobierno corporativo en el ranking de América Latina	Institutional Investor Re-search Group
2004	Segundo lugar en relaciones con inversionistas en el segmento petrolífero, gasífero y petroquímico del ranking de América Latina	Institutional Investor Re-search Group
2003	Preseleccionado como mejor programa de relaciones con inversionistas entre compañías brasileñas en 2003 – empresas de capital pequeñas y medianas	Premio Revista IR América Latina
2002	Premio “Destaque Cias Abertas – Cuarto lugar en el mercado de capitales de Brasil	Agência Estado

Para Ultrapar, estos premios son un reconocimiento a sus esfuerzos por lograr resultados comerciales al tiempo que realiza los negocios con transparencia, integridad y respeto por los accionistas minoritarios. Ultrapar está convencida que esta postura genera constante valor para sus accionistas.

El Futuro

Ha llegado el momento de empezar a pensar en el gobierno corporativo en forma más seria. Actualmente, Ultrapar está trabajando para terminar de cumplir con los requisitos correspondientes de la ley Sarbanes-Oxley. La empresa ya incorporó obligaciones materiales de carácter contractual y operaciones fuera del balance en sus informes financieros, según lo exige esta ley. Asimismo, la compañía creó un Consejo Fiscal, la cual también actuará como comité de auditoría en conformidad con los requisitos de la ley Sarbanes-Oxley. Este Consejo Fiscal cuenta con cinco miembros, dos de los cuales representan a los accionistas minoritarios.

Con la aplicación de normas de correcto gobierno corporativo, Pery Igel pavimentó el camino de Ultrapar hacia un desempeño fuerte y constante. Los procesos hoy en marcha mantendrán a la compañía en un sendero de crecimiento exitoso y rentabilidad garantizada.

Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa

Círculo de Companhias da Mesa-Redonda de
Governança Corporativa da América Latina

2ª Edição

Corporação Financeira Internacional [International Finance Corporation (IFC)]

A Corporação Financeira Internacional [International Finance Corporation (IFC)] é integrante do Grupo Banco Mundial e foi fundada em 1956 para estimular o crescimento liderado pelo setor privado em países em desenvolvimento. Isso é feito a partir do financiamento de projetos do setor privado, auxiliando empresas a recrutar financiamento em mercados internacionais, e oferecendo serviços de consultoria e assistência técnica para empresas e governos. A experiência prática da IFC com a estruturação de investimentos, avaliação de potenciais empresas que receberão aportes, assim como com a indicação de conselheiros de administração coloca a organização em posição de implantar na prática princípios de governança corporativa. Seu foco em práticas de boa governança em seus clientes ajuda a administrar riscos, assim como a adicionar valor para essas empresas em mercados emergentes.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE)

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE) é um fórum exclusivo onde governos de 30 democracias trabalham em conjunto para abordar os desafios econômicos, sociais e ambientais da globalização, em cooperação com muitas outras economias. Um destes desafios é governança corporativa, um tópico no qual a OCDE desenvolveu os Princípios de Governança Corporativa, internacionalmente acordados, que têm servido como a base para os diálogos sobre política regional no assunto ao redor do mundo. A Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, que se reúne anualmente, é uma dessas iniciativas, organizadas pela OCDE em parceria com IFC/Banco Mundial e com o apoio do Fórum Global de Governança Corporativa. Nesse sentido, a OCDE fornece o ambiente onde governo e outras partes interessadas podem comparar experiências, procurar respostas para problemas comuns, identificar boas práticas e trabalhar para coordenar políticas domésticas e internacionais.

Fórum Global de Governança Corporativa

Co-fundado pelo Grupo Banco Mundial e pela Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômicos, o Fórum Global de Governança Corporativa é um defensor, patrocinador e disseminador de altos padrões e práticas de governança corporativa em países em desenvolvimento e economias em transição. Através de suas atividades, o Fórum apóia ativamente iniciativas locais e regionais que abordem governança corporativa, oferecendo apoio institucional para reformas e iniciativas que desenvolvam aptidão local e disponibilizando assistência técnica e consultoria a partir de sua grande rede de conhecimento no setor privado internacional. Os doadores do Fórum incluem a Corporação Financeira Internacional e os governos do Canadá, França, Luxemburgo, Noruega, Suécia e Suíça.

Conteúdo

Introdução	184
Atlas Eléctrica	187
Buenaventura	194
Cementos Argos	200
Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)	205
CPFL Energia	212
Embraer	219
Ferreyros	228
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)	235
Marcopolo	241
Natura	249
NET	255
Suzano	262
Ultrapar	271

Introdução

Esta segunda edição totalmente revisada de Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa descreve experiências recentes de um conjunto de empresas latino-americanas que está à frente das iniciativas de reforma e melhoria de como elas são governadas e os resultados que estas mudanças trouxeram aos seus negócios. A descrição das melhorias nas práticas de governança corporativa foi feita com o suporte direto dos oito membros fundadores do *Círculo de Companhias da Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa*, assim como dos cinco novos membros que se juntaram ao Círculo em 2006. O conteúdo de cada capítulo reflete a visão da Direção Executiva e do Conselho de Administração de cada uma delas quanto às motivações, desafios, soluções e recompensas associadas à concepção e implementação de normas e práticas aprimoradas de governança.

O estudo de todos esses relatos propicia uma experiência profunda e diversificada, não propriamente em teoria da governança corporativa, mas, antes, quanto às aplicações práticas das metas de transparência e divulgação de informações, *accountability* (responsabilidade por prestar contas de ações tomadas e funções assumidas), respeito pelos direitos dos acionistas e tratamento equânime de todas as partes interessadas, tais como estabelecidas nos *Princípios de Governança Corporativa da OCDE—Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico*—e refletidas nas recomendações do *Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina (White Paper)*, elaborado pela citada Mesa-Redonda.

Os casos aqui incluídos são apresentados sob a responsabilidade dos respectivos membros do Círculo, e falam por si mesmos. No caso de algumas das firmas aqui listadas, o ímpeto de mudança envolveu principalmente considerações internas—a busca por conciliar interesses potencialmente divergentes da família proprietária ou de grupos de acionistas, ou por oferecer maiores incentivos aos executivos, por exemplo. Para outras, a principal motivação residiu em considerações sobre o mercado financeiro—o desejo de atrair novos investidores ou de obter acesso a novas fontes de capital externo. No entanto, ao se considerar em seu conjunto as variadas experiências de todas essas empresas, dificilmente o leitor irá deixar de chegar a pelo menos algumas conclusões gerais:

- Se, por um lado, os princípios de boa governança podem ser fundamentalmente os mesmos para todas as empresas, há, por outro lado, ampla margem para o uso de criatividade e inovação na aplicação desses princípios às circunstâncias específicas enfrentadas por cada empresa.—O MAIOR DESAFIO DA IMPLEMENTAÇÃO RESIDE EM QUE CADA EMPRESA ENCONTRE SEU PRÓPRIO CAMINHO NA DIREÇÃO DAS SOLUÇÕES QUE SE AJUSTAM ÀS SUAS CIRCUNSTÂNCIAS ESPECÍFICAS;
- O compromisso da direção executiva e dos acionistas controladores é uma condição *sine qua non* para o sucesso de qualquer programa sustentado de melhoria na governança de uma empresa.—A EMPRESA PRECISA CONTAR INTERNAMENTE COM FORTES E ATIVOS DEFENSORES DA CAUSA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA;

- Para que seja plenamente bem sucedido, um programa de governança corporativa precisa comunicar efetivamente às partes interessadas o inarredável compromisso da empresa, de sua direção executiva e de seus controladores com as metas de governança corporativa.—CREDIBILIDADE DIANTE DO MERCADO É ESSENCIAL;
- Os retornos obtidos a partir dos esforços iniciais, de foco mais restrito, podem gerar impulso sustentado para iniciativas mais abrangentes, gerando um ciclo virtuoso de adoção de melhores práticas.—A BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA É UMA JORNADA, NÃO UM DESTINO; e
- As experiências das empresas-membros do Círculo de Companhias demonstram a contribuição que a boa governança pode dar ao desempenho operacional, e ao acesso e ao custo de capital.—A MELHORIA DA GOVERNANÇA TRAZ RETORNOS POSITIVOS E PALPÁVEIS.

Os capítulos relatando as experiências dos membros fundadores do Círculo de Companhias (Buenaventura, Cimentos Argos, CCR, CPFL Energia, Natura, NET, Suzano and Ultrapar) foram expandidos e totalmente atualizados para esta segunda edição. Versões anteriores em inglês dos capítulos cobrindo os mais novos membros (Atlas Eléctrica, Embraer, Ferreyros, ISA and Marcopolo) foram preparados e distribuídos no 7º. Encontro da Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, realizada em Buenos Aires, em junho de 2006. Todas as versões dos casos, bem como outros documentos públicos do Círculo de Companhias, encontram-se disponíveis nos websites da Divisão de Assuntos Corporativos da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômicos) (www.oecd.org/daf/corporate-affairs/roundtables) e do Departamento de Governança Corporativa da IFC (International Finance Corporation) (www.ifc.org/corporategovernance).

Como no caso da primeira edição, o objetivo do Círculo de Companhias ao publicar este livro é compartilhar com a comunidade mais ampla de empresas latino-americanas soluções práticas para os desafios de governança corporativa que se colocam para a região. Agradecemos aos membros do Círculo por suas contribuições à Mesa-Redonda, e os cumprimentamos por seu trabalho em prol de demonstrar a necessidade e utilidade da adoção da governança corporativa entre empresas de toda a América Latina e de outras partes do mundo.

Em nome da Mesa-Redonda, nos gostaríamos de expressar nosso agradecimento aos executivos e às equipes de cada um dos membros do Círculo de Companhias que contribuíram na preparação dos casos apresentados neste livro. E, em nome do Círculo de Companhias e em nosso próprio nome, gostaríamos de expressar coletivamente nossos especiais agradecimentos à Sra. Sandra Guerra pela dedicação e profissionalismo no desempenho de seu papel como Coordenadora do Círculo, desde sua instituição.

Esperamos com entusiasmo continuar a trabalhar com o Círculo de Companhias em outros esforços para identificar e promover boas práticas para implementação de melhor governança corporativa na América Latina.

Mike Lubrano

Chefe de Práticas Corporativas e Investidores
Departamento de Governança Corporativa
IFC (International Finance Corporation)

Daniel Blume

Administrador Chefe
Divisão de Assuntos Corporativos
OCDE (Organização para
Cooperação e Desenvolvimento Econômico)



Atlas Eléctrica

A Atlas foi fundada em 1961, em um pequeno galpão, e por volta de 1976 já tinha crescido e se tornado a primeira empresa a emitir ações na Bolsa Nacional de Valores (BNV) da Costa Rica. Os fundadores da empresa sabiam que aquela oportunidade de listar na Bolsa os capacitaria a financiar e a sustentar o potencial de crescimento da Atlas Eléctrica. Isto provou ser verdade, e continua sendo até hoje. A capitalização de mercado da Atlas ao final de setembro de 2005 era de US\$ 17,2 milhões, 11,8% abaixo dos US\$ 19,5 milhões de 30 de setembro de 2004.

A Atlas Eléctrica S.A. é a *holding* de uma empresa manufatureira estabelecida na Costa Rica e que tem subsidiárias de vendas na América Central e na República Dominicana. Atualmente, a Atlas produz refrigeradores e fogões domésticos, que são vendidos sob suas próprias marcas comerciais 'Atlas' e 'Cetron'. A empresa também fabrica produtos para outras marcas privadas tais como Sunbeam e Nedoca, e anteriormente fabricava sob as marcas White Westinghouse, Kelvinator, Frigidaire e Blue Point.

As vendas da Atlas na América Central, México, Estados Unidos, Jamaica, Porto Rico e outras ilhas do Caribe deverão atingir um total combinado de US\$ 100 milhões no exercício de 2006. A Atlas é o principal *player* em seu setor na região da América Central – mercado em que tem mais de 50% de participação, e onde compete cabeça a cabeça com produtos vindos da Ásia e das Américas. Recentemente, a Atlas obteve certificação em normas americanas e canadenses para vários de seus modelos de produtos. Isto lhe abriu novos mercados potenciais, nos quais a empresa espera capitalizar nos próximos anos, especialmente tendo em vista os acordos de livre comércio recentemente firmados na região. Essa expansão de seu mercado exportador compõe o plano estratégico para crescimento da empresa, e responde pela maior parte dos 28,5% de aumento ocorridos nas suas vendas em 2005, em comparação com o mesmo período do ano anterior.

Os principais atributos que têm permitido à empresa atingir tal sucesso são:

- Construção da imagem de sua marca ao longo dos anos, associada à qualidade e a um excelente serviço de pós-venda; e

- Criação de produtos de alto valor agregado, com *design* de bom gosto e acessíveis aos bolsos dos clientes-alvo.

A atual estrutura de participação acionária da Atlas é mostrada no quadro abaixo.

Grupos	Número de ações em 31 de janeiro de 2006	% de ações
AB Electrolux	90.874.767	18,9%
Toka S.A. e associadas	72.299.210	15,1%
Ganecogorta S.A. e associadas	57.138.090	11,9%
Mejoma S.A. e associadas	46.927.928	9,8%
Subtotal	267.239.995	55,7%
Acionistas que detêm menos de 10% e mais de 2% das ações	128.566.101	26,8%
Acionistas que detêm menos de 2% das ações	84.018.162	17,5%
TOTAL	479.824.258	100,0%

A Atlas contava 1.432 empregados em Agosto de 2006.

O preço das ações da Atlas estava em 18,28 Colones (moeda da Costa Rica) em 30 de setembro de 2004, mas dentro de um ano havia caído para 17,50 Colones (valor de 30 de setembro de 2005). As ações da empresa estão incluídas em o Índice de Bolsa de Valores (BNV).

Deve-se notar que os fundadores não mais controlam a empresa. Também não há acionistas investidores institucionais, e o *free float* de ações (negociadas livremente em bolsa) é de 3,9%. Nenhum grupo controla separadamente a empresa. O controle é estabelecido pela convergência de vários grupos na Assembléia Geral de Acionistas, com as decisões sendo tomadas pela maioria dos votos presentes na Assembléia. Os acionistas minoritários da empresa não gozam de direitos de *tag-along* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia). Contudo, as regulamentações locais estabelecem de fato a obrigação de oferta pública quando a procura para compra atinge um certo limiar em percentual de ações. Em tais casos, todos os acionistas têm acesso a uma oferta de preço uniforme por ação.

Responsabilidades do Conselho e da Direção

Desde meados dos anos 80, o Conselho de Administração vem percebendo os benefícios de se ter conselheiros independentes que trazem novas idéias e abordagens para a empresa. Dos atuais sete membros do Conselho, quatro são independentes. O Presidente do Conselho não tem nenhuma das responsabilidades do CEO. Seu único meio de influenciar a gestão da empresa é através dos comitês de remuneração e de auditoria, e nas reuniões mensais do Conselho, onde os resultados financeiros, orçamentos e estratégias são analisados e aprovados. Os principais membros da alta administração são escolhidos com base em critérios profissionais e mérito.

A remuneração dos membros do Conselho é aprovada pelo próprio, com o objetivo de situá-la dentro de limites razoáveis em comparação com as práticas de remuneração de outras empresas. Há uma remuneração paga pelo comparecimento a cada reunião do Conselho, que normalmente acontece uma vez por mês. A remuneração dos executivos é fixada levando-se em conta informações comparativas do mercado, analisadas e aprovadas pelo comitê de remuneração do Conselho. Cerca de 20% da remuneração total dos gerentes de alto escalão são vinculados ao desempenho. Até agora, não são oferecidas opções de compra de ações à alta gerência ou aos membros do Conselho. O próximo Relatório Anual da empresa irá divulgar o montante total distribuído aos diretores e gerentes, numa base agregada.

A Atlas possui dois comitês do Conselho:

- Comitê de Auditoria, com 4 membros – 3 diretores (um interno e dois externos – nenhum dos quais é Presidente do Conselho) e um membro do Conselho Fiscal. Um representante dos auditores externos, um representante do auditor interno e o CEO também são convidados a comparecer às reuniões do Comitê de Auditoria; e
- Comitê de Remuneração, composto de 2 diretores (um interno e um externo – nenhum dos quais é Presidente do Conselho)

A Controvérsia sobre a Regulamentação do Conselho na Costa Rica

Em 2004, novas regras foram impostas pelo *Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero* (CONASSIF), que é o órgão supervisor das instituições financeiras da Costa Rica. As novas normas foram baixadas com o propósito de se regulamentar as atividades de firmas de auditorias e estabelecer diretrizes obrigatórias de governança corporativa, em vista de um escândalo que ocorrera no mercado mobiliário do país e também como reflexo de graves escândalos financeiros ocorridos na época nos Estados Unidos. Uma das determinações do CONASSIF impunha a obrigação de se criar um Comitê de Auditoria dentro do Conselho de Administração das empresas. Já existia um Comitê de Auditoria desse tipo na Atlas, mas as novas funções exigidas pelo CONASSIF incluíam a análise e aprovação pelo Comitê dos demonstrativos financeiros trimestrais e anuais, antes que estes fossem submetidos à análise e aprovação final pelo Conselho.

Uma das primeiras tarefas a serem executadas pelo Comitê de Auditoria sob essa nova estrutura era a de aprovar a contratação de uma firma independente para ajudar a Administração a implantar um ambiente de maior controle interno. Em conformidade com isto, um projeto com tal propósito foi lançado e promovido pelo CEO. A gestão do projeto foi delegada a uma firma de fora, a Deloitte Touche Tohmatsu, e ao CFO da

empresa.¹ O propósito final desse projeto era prover garantias adicionais ao Presidente do Conselho e ao CEO no sentido de que as informações financeiras divulgadas ao público em geral fossem livres de omissões relevantes, e de que um sólido sistema de controle interno estaria em efeito. Ambos poderiam comprovar pessoalmente tais fatos.

As normas impostas pelo CONASSIF deixaram muitas empresas listadas insatisfeitas com o modo pelo qual aquela ação regulatória havia sido conduzida. O processo de desenvolvimento e adoção dessas novas normas regulatórias transcorreu sem consulta ampla ao setor provado. O resultado disso é que alguns artigos promulgados sob as regulamentações costarriquenhas são ainda mais duros que os da Lei Sarbanes-Oxley aprovada nos Estados Unidos. Como era de se esperar, o setor privado reagiu. Algumas empresas entraram imediatamente com processos, alegando violações jurisdicionais e de privacidade. Outras decidiram que estava na hora de se deslistar. Os membros do Conselho da Atlas acreditavam que um acordo justo logo seria obtido através de decisões nos tribunais, e que os benefícios de permanecer listado na BNV compensavam quaisquer inconveniências temporárias. Atualmente, algumas daquelas determinações baixadas pelo CONASSIF estão suspensas pelo Tribunal Constitucional do país, estando ainda pendente uma solução final para o caso. Algumas das normas suspensas são relativas ao Comitê de Auditoria. De todo modo, o Conselho de Administração da Atlas considerou desejável colocar-se em conformidade com os novos requisitos formais para o Comitê de Auditoria, fazendo-o funcionar como se aquelas determinações ainda estivessem valendo, apesar de sua suspensão.

A transparência é o mais alto valor para a Atlas, cujas práticas são consistentes com ele. A cada trimestre a empresa arquiva suas informações financeiras, compiladas de acordo com o IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Tendo sido arquivadas, as informações financeiras da Atlas são colocadas em domínio público, através da *web page* da *Superintendencia General de Valores* (SUGEVAL) da Costa Rica. As informações financeiras auditadas ao final do ano são também disponibilizadas na mesma rede.

Os demonstrativos financeiros da Atlas são auditados pela firma de auditoria externa KPMG Peat Marwick. Os auditores externos se reportam ao Comitê de Auditoria do Conselho. Além disso, uma vez por ano, com atualizações trimestrais, uma empresa externa avalia a Atlas de uma perspectiva de risco. O Chefe de Auditoria Interna da empresa reporta diretamente ao Comitê de Auditoria.

Outra iniciativa tomada pela Atlas para destacar a transparência foi a adoção da nova política do Conselho, segundo a qual todo o pessoal da empresa, assim como os membros do Conselho de Administração, devem anualmente assinar uma declaração atestando que eles leram e compreenderam o Código de Ética da empresa. O Código

¹ No momento, Atlas realiza enormes esforços para redigir e difundir várias políticas e procedimentos de controle em toda a empresa. Para este fim, recorre ao modelo utilizado nas certificações ISO 9000 da *International Organization for Standardization* que fixa normas em relação às garantias e gestão da qualidade. A companhia já foi certificada em seus processos de produção, venda e distribuição. Agora, está usando a mesma metodologia (se bem que ainda não a certificação) para que a empresa adote procedimentos de governança corporativa.

trata de tópicos como a conformidade legal, conflitos de interesse e uso de informações confidenciais. No momento, uma nova versão do Código de Ética está sendo preparada, com implementação prevista ainda para este ano.

No geral, a responsabilidade por supervisionar as práticas de governança corporativa e pela introdução de melhorias na Atlas cabe ao Presidente-Executivo (CEO) e ao Diretor Financeiro (CFO).

O Efeito “Gaiola Dourada” no Mercado

Devido ao limitado número de empresas cujas ações tenham sido emitidas na BNV, o mercado não tem tido liquidez adequada, e isso de certa forma tem afetado o preço das ações da maioria das empresas no mercado da Costa Rica. Os principais acionistas dessas empresas não realizam regularmente transações importantes no mercado. Isto prejudica a capacidade da Bolsa de Valores de passar ao mercado o “verdadeiro” preço das empresas listadas, afetando assim, negativamente, seu valor de capitalização de mercado.

Essas condições provocam uma espiral descendente, que começa por refrear o impulso dos investidores institucionais e do público em geral de investir no mercado mobiliário local, o que leva a um número ainda menor de participantes na BNV e reduz a demanda, trazendo para baixo o preço das ações listadas. Em última instância, isto cria o que se chama de efeito “gaiola dourada”. Os grandes acionistas, que não estão ativos no mercado, estão de posse de um patrimônio líquido que, de acordo com as projeções dos analistas financeiros, vale muito mais do que o “preço de mercado” da pequena quantidade de ações que estão sendo negociadas na bolsa de valores local. Na ausência de outros compradores ativos, no entanto, os detentores de pequenas participações acionárias terão que vendê-las ao preço que lhes for possível conseguir nesse mercado de baixa liquidez. Em resumo, esses preços artificialmente mais baixos afetam principalmente os pequenos investidores. Este é o caso das ações da Atlas, no qual as pequenas quantidades de ações vendidas o são a preços 25% abaixo de seu valor contábil.

Existiria uma alternativa à criação de liquidez se as empresas pudessem comprar de volta ações no mercado, mas elas não têm conseguido fazê-lo por causa das normas baixadas pela SUGEVAL, que limitam severamente tal possibilidade. Até o momento, a SUGEVAL tem se recusado a rever suas controversas decisões, alegando que renunciar a elas poderia levar a uma situação em que as empresas estariam sujeitas a investigações por tentativa de manipulação do mercado de ações. Embora a *Câmara de Emissores* local (ou Câmara de Empresas Listadas em Bolsa) venha tentando, nos últimos quatro anos, negociar modificações naquelas normas, essa tentativa tem sido um esforço árduo para nada.

As novas normas baixadas pelo CONASSIF e pela SUGEVAL, juntamente com o modo como nelas foram introduzidas mudanças – sem que houvesse negociações construtivas com as empresas listadas – lançam luz sobre as questões de credibilidade que afetam o mercado local. Tais problemas têm prejudicado a comunicação e as relações entre os dois setores envolvidos, quais sejam, o setor regulatório e o setor privado (empresas listadas). Diante desta realidade, a BNV, com a ajuda de algumas empresas listadas – entre elas a Atlas – tomou três iniciativas. A primeira foi a de desenvolver e adotar diretrizes voluntárias de governança corporativa (nos moldes do *comply-or-explain*, ou seja, coloque-se em conformidade ou explique por que não o fez), similar àquelas adotadas no Reino Unido e em Hong Kong. Caso obtenha sucesso, esta abordagem voluntária poderia eventualmente substituir as normas do CONASSIF que estão sendo questionadas junto ao Tribunal Constitucional. Há uma segunda iniciativa sendo tomada no sentido de desenvolver diretrizes voluntárias para um Programa de Relações com o Investidor, visando o aumento da transparência do mercado.

A terceira iniciativa, também inédita na Costa Rica, foi a criação de um mecanismo de “formadores de mercado”, que utilizaria as ações da Atlas. Para que isto fosse feito, três corretoras de valores foram envolvidas em um plano piloto de três meses, tendo a SUGEVAL garantido a elas condições de “*safe harbor*”. A idéia é oferecer uma alternativa aos investidores, para que eles possam vender ou comprar ações da Atlas a qualquer momento, junto àquelas corretoras. Cada corretora participante do plano piloto se compromete e garante ao mercado que haverá sempre um certo número de ações disponíveis para compra ou venda. Isto elimina o fator de risco representado pela incerteza vivida pelo investidor por não saber se haveria um possível comprador (ou vendedor) das ações da Atlas. O resultado nos primeiros dois meses tem sido uma menor volatilidade no preço de mercado para a pequena quantidade de ações negociadas da Atlas, embora ainda abaixo do seu valor contábil.

Resultados Recentes e Desafios à Frente

Nos últimos dois anos, os resultados da Atlas foram melhorando ano após ano. Em especial, no ano de 2005 a empresa alcançou um lucro líquido de 1.218.337 mil Colones costarriquenhos (US\$ 2,8 milhões), o que representava um aumento de 27,9% com relação ao lucro líquido registrado em 2004, que foi de 952.402 mil Colones costarriquenhos (US\$ 2,1 milhões). Outros resultados financeiros são apresentados a seguir:

■ Receitas operacionais líquidas:

- 2004 – 33.552.395 mil Colones costarriquenhos (US\$ 78,4 milhões);
- 2005 – 43.116.143 mil Colones costarriquenhos (US\$ 92,2 milhões);

■ Custos e despesas líquidos:

- 2004 – 32.034.853 mil Colones costarriquenhos (US\$ 74,7 milhões);
- 2005 – 41.435.894 mil Colones costarriquenhos (US\$ 88,7 milhões);

■ Disponibilidade líquida:

- 2004 – 2.336.915 mil Colones costarriquenhos (US\$ 5,2 milhões); e
- 2005 – 2.563.317 mil Colones costarriquenhos (US\$ 5,6 milhões).

Desde o ano 2000, por causa de uma emissão de títulos no valor total de US\$ 10 milhões, a qual recorreu para financiar a compra de um fabricante concorrente em El Salvador, a empresa vem sendo analisada a cada trimestre por uma firma local, independente, especializada em análise de risco, que tem sempre atribuído à Atlas uma qualificação de triplo AAA, que é a sua mais alta classificação. A Atlas obteve essas altas pontuações por demonstrar consistentemente aos portadores de seus títulos e a outros participantes sua superior capacidade de pagar capital e juros nos termos acordados.

A Atlas entende que, para poder crescer ainda mais, ela precisará penetrar em outros mercados financeiros. Transparência é uma coisa natural para a empresa, e trazê-la a um nível ainda mais alto faz parte de seu plano estratégico. As novas regulamentações relativas a auditorias são parte da atual experiência global, com a qual a empresa se coaduna. De modo consistente com esta perspectiva global, a Atlas está também cada vez mais partindo para o mercado exportador, sendo que mais de 80% de suas vendas já estão sendo realizadas com sucesso no exterior. Ao avançar suas exportações, a Atlas está também abraçando a responsabilidade social corporativa, tanto em seu próprio país quanto em novos mercados estrangeiros, onde já acumula pontuações superiores nos índices locais e regionais por suas práticas sustentáveis e socialmente responsáveis.

A Atlas pretende persuadir seus acionistas atuais e futuros do valor da empresa. Ela quer também demonstrar que é uma empresa que veio para ficar ainda por muitos e muitos anos, competindo em um mercado globalizado, como já fez no passado, mas com ainda melhores ativos intangíveis, maior solvência, maior transparência e melhores práticas de boa governança corporativa em seu futuro. Em termos de melhorias na governança, a Atlas busca aperfeiçoar ainda mais seus procedimentos de controle interno, para atender aos requisitos das agências regulatórias e do Conselho de Administração, no sentido de que as informações financeiras que sejam divulgadas estejam isentas de omissões relevantes, mas também como um modo de assegurar a si mesma e a seus acionistas de que as ações de sua direção são tomadas de acordo com políticas aprovadas. As diretrizes desse projeto são aquelas definidas pela COSO para práticas e procedimentos de controle interno.



Buenaventura

Crescimento é mais do que meramente uma parte da missão e da visão da Buenaventura – a companhia mineradora líder de seu setor no Peru, e uma das maiores produtoras de ouro e prata do mundo. É o mantra diário da empresa.

Atualmente a Buenaventura opera quatro importantes minas no Peru (Orcopampa, Uchucchacua, Antapite e Colquijirca) e segue um agressivo programa de exploração. A empresa detém 43,65% de participação na Minera Yanacocha S.R.L., uma das mais importantes produtoras de ouro do mundo, e 18,5% da Sociedad Minera Cerro Verde, uma importante mineradora de cobre do Peru. A empresa tem hoje 2.127 empregados.

Operando em uma indústria de capital intensivo, e em um ambiente geográfico não tão convidativo a investimentos quanto deveria ser, a empresa sabe que tem de ser persistente para manter o nível de sucesso que conquistou ao longo dos anos.

Sua meta de crescimento continuado levou a empresa a lançar mão de recursos tais como *joint ventures*, venda de ações na Bolsa de Valores de Lima, e emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*) na Bolsa de Nova York (NYSE). Mas na hora de procurar criar valor sustentado no longo prazo para seus acionistas, havia apenas um modo de fazê-lo: aprimorando suas práticas de governança.

Raízes da Necessidade de Governança

A Buenaventura vem se concentrando na exploração mineral e em aquisições de outras empresas – seja por conta própria ou através de *joint ventures* – desde sua fundação em 1953. Para a Buenaventura, a condução competente e responsável de seus negócios é parte de sua estratégia de aumentar o valor de suas ações.

A Buenaventura sofreu prejuízos por anos seguidos, o que no final a levou a um alto nível de endividamento, dentro do contexto de um ambiente econômico enfraquecido, no Peru da década de 1980. No início dos anos 90, entretanto, o Peru emergiu para um período de maior estabilidade, o que permitiu à Buenaventura planejar um futuro mais promissor.

Quando decidiu investir em Yanacocha, atualmente uma jazida de ouro de classe mundial, a Buenaventura teve que enfrentar altos custos de exploração e fazer grandes investimentos em desenvolvimento. Convencida de que o mercado estaria disposto a pagar por boas práticas de governança corporativa, a Buenaventura optou por

zerar seus débitos usando os rendimentos de uma oferta inicial (IPO) de ADRs que fez na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) em 1996. Essa IPO permitiu à empresa levantar aproximadamente US\$ 150 milhões.

A decisão refletia o compromisso assumido pela direção executiva e pelo Conselho de Administração da Buenaventura de colocar-se em conformidade com as regulamentações da *Securities & Exchange Commission* (SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano). Antes de partir para a IPO, a empresa deu vários passos de importância crítica para o aprimoramento de sua governança:

- Renovou seu Conselho de Administração, incorporando membros independentes e estabelecendo comitês do Conselho;
- Implantou um Código de Ética, criando um Comitê de Divulgação; e
- Eliminou sua estrutura de duas categorias de ações, convertendo todas as suas ações em uma única categoria com igual direito de voto.

Antes de sua oferta pública inicial de ADRs na NYSE (New York Stock Exchange), realizada em 1996, os fundadores – a família Benevides – eram donos de 42% da empresa. Hoje eles controlam 27%. Além da família Benevides, existem vários acionistas institucionais, fundos de pensão, companhias industriais e bancos com investimentos na Buenaventura. A atual estrutura de participação acionária é apresentada abaixo.

Shareholders structure and their respective nationalities (only includes shareholders controlling more than 5% interest as of year-end 2005.

Name	Interest Participation (%)	Nationality
Alberto Benavides Q.	14.022	Peruvian
Compañía Minera Condesa S.A.	7.687	Peruvian
Merrill Lynch Investment Managers Ltd. (UK)	6.262	British
Fidelity Management & Research Co.	5.453	North American
Total	33.424	

Hoje, o *free float* (ações livremente negociadas em bolsa de valores) da empresa está em 65%. Uma parcela de 55% do total das ações da empresa em circulação é mantida no programa de ADRs. As ações da Buenaventura são listadas e negociadas na Bolsa de Valores de Lima, enquanto que as suas ADRs são negociadas na NYSE. As ações da Buenaventura não estão incluídas em nenhum índice.

Passos para a Governança Corporativa

A Buenaventura implementou um conjunto abrangente de normas para assegurar a boa governança. As reformas feitas se inspiraram nas recomendações de grandes organizações internacionais, tais como a OCDE (Organização para Cooperação e

Desenvolvimento Econômico), o Fórum Global de Governança Corporativa e o Banco Mundial/IFC (International Finance Corporation).

Por exemplo, a decisão de converter todas as ações em uma única categoria de ações ordinárias serviu para manter o grupo controlador unido, e foi também considerada a melhor maneira de se continuar a maximizar o valor da empresa. A liquidez das ações foi reforçada, como o demonstra o fato de que os investidores responderam positivamente à adoção de uma categoria única de ações, com direito a voto.

Do mesmo modo, embora aos acionistas minoritários não sejam oferecidos direitos formais de *tag-along* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia), há outras salvaguardas criadas para o caso de uma oferta de compra. Mais especificamente, o Conselho tem que analisar a proposta, comunicar os termos da proposta a todos os acionistas, em detalhes, e fazer recomendações a respeito. Por seu turno, os acionistas são então conclamados a tomar suas próprias decisões quanto a aceitar ou não a proposta. Na prática, isto significa que o Conselho de fato provê a todos os acionistas as mesmas oportunidades de participar da oferta em termos iguais. Este é um exemplo de como a Buenaventura leva a sério as questões que envolvem os direitos de voto de seus acionistas.

Para facilitar a participação de todos os acionistas na Assembléia Geral, a empresa anuncia a sua data e distribui a sua agenda aos acionistas com 25 dias de antecedência. Os portadores de ADRs (American Depositary Receipts) também recebem procurações através do banco depositário, enquanto que procedimentos especiais são acionados para assegurar que: i) os portadores de ADRs tenham tempo suficiente para considerar como votar; e que ii) seus votos sejam devidamente representados nas Assembléias Gerais da empresa.

A diretoria executiva da Buenaventura supervisiona os negócios e assume responsabilidade pela execução das decisões e políticas estabelecidas pelo Conselho de Administração. O Presidente do Conselho e o Presidente-Executivo são eleitos pelo Conselho. O VP de Finanças, o VP para Desenvolvimento de Negócios, o VP de Operações e o VP de Explorações são todos selecionados pelo Comitê de Nomeações. Dois dos cinco membros da direção são da família proprietária.

A Buenaventura segue um programa de valorização das ações, planejado para 10 anos, que permite a certos executivos receberem remunerações em dinheiro equivalentes a um eventual excedente do valor de mercado, acima de um preço estipulado para um número determinado de ADRs, em uma determinada data futura. Esta informação sobre remuneração dos gerentes de alto escalão é divulgada aos acionistas e ao mercado através do relatório anual da empresa e no formulário 20-F da *US Securities and Exchange Commission*, preenchido pela empresa. Os membros do Conselho recebem uma percentagem do lucro líquido anual da empresa, até um teto

estipulado. Este teto para remuneração é estabelecido pelos acionistas na Assembléia Geral Anual. A informação é também divulgada pela empresa no seu relatório anual, além de disponibilizada ao público através do formulário 20-F.

A empresa considera que é de seu máximo interesse manter altos padrões de responsabilidade social, para que possa obter sucesso em seus negócios no longo prazo. Como exemplo especialmente ilustrativo, as despesas da Buenaventura com seu programa de Responsabilidade Social totalizaram US\$ 2.8 milhões em 2005. Isto incluiu suporte para:

- Infra-estrutura (estradas, energia e comunicações);
- Água e reflorestamento;
- Agro-indústria e Turismo; e
- Saúde, nutrição e educação.

O Conselho de Administração

O Conselho de Administração da Buenaventura compõe-se de sete membros, cinco dos quais são independentes. Dado que a empresa está comprometida com a manutenção do mais alto nível de transparência diante de seus acionistas, uma pessoa nomeada pelos fundos de pensão peruanos tem assento no Conselho e participa das atividades de seus diversos comitês. O Conselho é visto pela direção executiva como um recurso que agrega valor, provendo orientação e assessoria.

Quatro comitês dão suporte aos trabalhos do Conselho: Auditoria; Remuneração; Nomeações; e Governança Corporativa. Cada comitê inclui uma maioria de conselheiros independentes, sendo o Comitê de Auditoria composto somente por membros independentes do Conselho. O Comitê de Governança Corporativa do Conselho é responsável por todas as iniciativas da Buenaventura na área.

O Presidente do Conselho e o Presidente-Executivo da Buenaventura são pessoas distintas. Isto assegura a imparcialidade do Conselho ao avaliar e supervisionar a gestão da empresa.

Por último, a Buenaventura faz avaliações periódicas do Conselho. Há um Conselheiro-Líder que, juntamente com os conselheiros independentes, efetua tais avaliações.

É muito importante para a Buenaventura prover ao mercado informações precisas, em tempo hábil. Seu Comitê de Divulgação foi criado para liberar todas as informações relevantes logo que se encerra cada reunião do Conselho, evitando assim janelas de tempo que possam ensejar oportunidades para uso indevido de informação interna da empresa.

Para tratar de questões de integridade moral e conduta, o Conselho aprovou um Código de Ética que é publicamente disponibilizado para todas as partes interessadas, sendo além disso leitura obrigatória para todos os empregados e membros do Conselho da empresa. O Código trata principalmente de conflitos de interesse e transações entre partes relacionadas. Um executivo de Ética está a cargo de fiscalizar a conformidade de empregados, gerentes e membros do Conselho ao Código, reportando-se, por sua vez, ao Comitê de Auditoria. Tanto o executivo de Ética quanto o Presidente do Comitê de Auditoria podem ser contatados sob um sistema de denúncia anônima, que permite que qualquer funcionário aponte violações ao Código de Ética que porventura venha a testemunhar.

Transparência: Qualidade e Integridade dos Relatórios Financeiros

O Comitê de Divulgação e o Conselho são responsáveis pela publicação de demonstrativos financeiros e do balanço anual, com ativa participação da direção executiva. A Buenaventura segue as normas internacionais para elaboração de tais relatórios, e seus demonstrativos financeiros aderem em termos gerais ao US GAAP.

Os relatórios financeiros são auditados por um auditor externo independente, que presta contas ao Conselho. Todo mês a empresa divulga informações sobre participação e controle, e não firma qualquer acordo de acionistas que possa afetar negativamente seu sistema de governança corporativa ou o tratamento dispensado aos acionistas. Além disso, a empresa divulga para os acionistas todos os seus relacionamentos comerciais e provisões relevantes de contratos. O gestor do Comitê de Auditoria Interna da empresa se reporta ao Conselho de Administração.

Resultados

A Buenaventura reconhece que precisa continuar a aprimorar sua estrutura de governança, como parte de seu esforço para maximizar valor para seus acionistas. As melhorias que já obteve em sua governança são claramente reconhecidas pelo mercado, como o demonstra seu desempenho geral. Notadamente, a empresa viu sua capitalização de mercado multiplicada nove vezes, passando de cerca de US\$ 400 milhões em 1995 para US\$ 3,6 bilhões ao final de 2005. O preço de suas ações cresceu 23,6% de um ano para outro, subindo de US\$ 22,9 (valor registrado em 31 de dezembro de 2004) para US\$ 28,3 (valor de 31 de dezembro de 2005).

Ela também registrou receitas totais de US\$ 337 milhões em 2005, representando um aumento de cerca de 1% em relação ao número correspondente do ano precedente (US\$ 334 milhões). De modo semelhante, o lucro líquido em 2005 cresceu em 31%, atingindo um total de US\$ 274 milhões, em comparação com os US\$ 209 milhões de 2004. A seguir são apresentados outros números financeiros:

■ Custos e despesas líquidos:

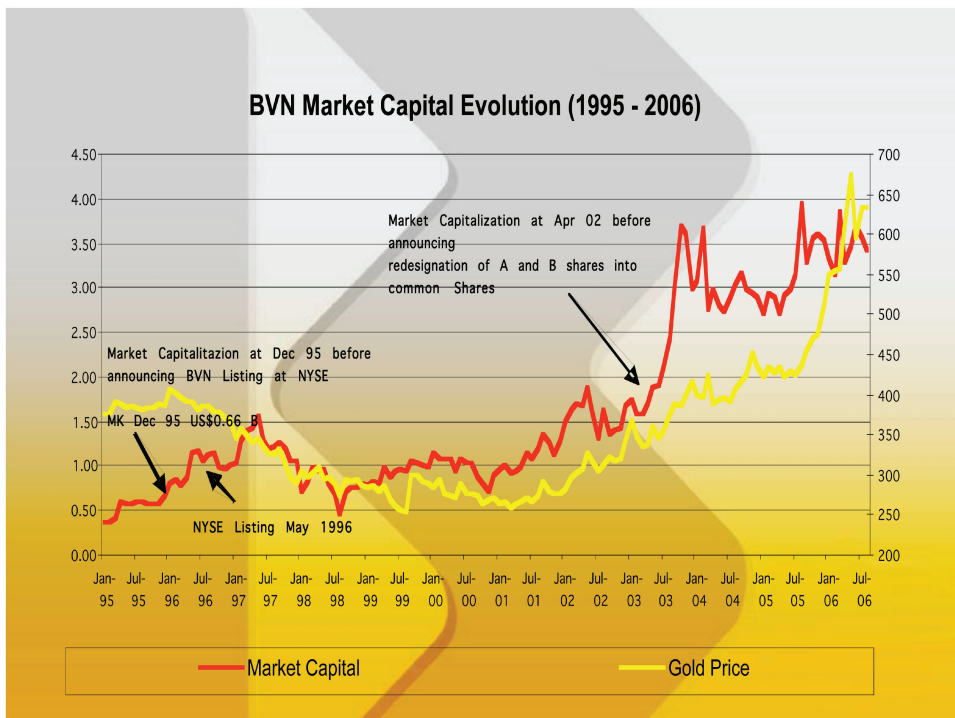
- 2004 – US\$ 125 milhões;
- 2005 – US\$ 63 milhões;

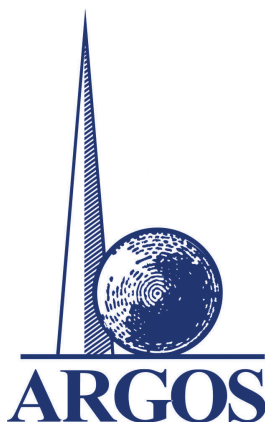
■ Disponibilidade líquida:

- 2004 – US\$ 172 milhões;
- 2005 – US\$ 97 milhões;

■ Caixa projetado para 2006 – US\$ 280 milhões.

Hoje, a Buenaventura está trabalhando no sentido de se colocar em conformidade com os requisitos da Lei Sarbanes-Oxley, dos EUA. A empresa espera ser certificada por auditores externos como estando conforme à Sarbanes-Oxley até o final de 2006.





Cementos Argos

Quando a Compañía de Cemento Argos S.A. foi fundada em Medellín, na Colômbia, 70 anos atrás, seus fundadores dificilmente poderiam imaginar que aquele pequeno empreendimento iria um dia tornar-se a maior empresa da indústria do cimento na Colômbia, a quinta produtora da América Latina e uma das pioneiras em boa governança na região.

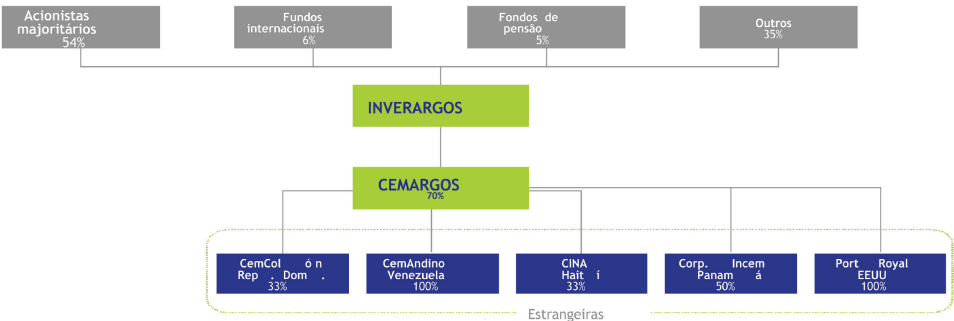
Logo de início os fundadores perceberam que iriam precisar de co-investidores para avançar em seus planos de construir sua primeira fábrica de cimento. A Prefeitura de Medellín e a Ferrovia Antioquia foram seus primeiros parceiros de negócios. Dois anos mais tarde, a fábrica já estava operando e a empresa iniciou uma frutífera trajetória de criação de várias novas plantas industriais e subsidiárias.

Ao final de 2005, a antiga Compañía de Cemento Argos foi transformada em uma empresa *holding*, recebendo o novo nome de Inversiones Argos S.A. Suas oito subsidiárias colombianas de cimento se fundiram para formar uma única nova empresa de operações, a Cementos Argos S.A.

Hoje, a Inversiones Argos detém 70% das ações da Cementos Argos. Os restantes 30% das ações da Cementos Argos estão em mãos de pequenos acionistas. Os acionistas minoritários não têm garantia de direitos de *tag-along* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia).

Setenta e sete por cento da carteira da Inversiones Argos está representada por seu investimento na Cementos Argos, com o restante sendo em grande parte investido em empresas de seguro e finanças. O maior acionista da Inversiones Argos, e que a controla, é o Grupo Empresarial Antioqueño (maior conglomerado da Colômbia), sendo que os restantes 46% das ações da Inversiones Argos estão em *free float* (negociadas livremente em bolsa de valores) e sob a posse de diversos investidores. Mais especificamente, investidores internacionais e administradoras locais de Fundos de Pensão e de Desemprego detém aproximadamente 11% das ações da Inversiones Argos, com outros 35% estando em mãos de pequenos acionistas minoritários.

Tanto a Inversiones Argos quanto a Cementos Argos são empresas abertas listadas na Bolsa de Valores da Colômbia. As empresas não descartam a possibilidade de, no futuro, emitir ações na NYSE (New York Stock Exchange). As ações da Inversiones Argos e da Cementos Argos estão incluídas no Índice IGBC da Bolsa, com desempenho similar ao do próprio índice como um todo. Juntas, a Cementos Argos e suas subsidiárias têm mais de 10.500 empregados.



Governança Corporativa Agregando Valor

Quando a Cementos Argos decidiu adotar práticas de boa governança, ela se viu diante de uma quase total falta de conhecimento sobre o assunto no mercado colombiano. Contudo, ao tomar tal decisão, percebeu que era essencial transmitir ao mercado o que significava governança corporativa para a empresa, e convencê-lo de que os princípios de boa governança não eram apenas uma moda passageira, mas haviam chegado para ficar.

A empresa adotou inicialmente um Código de Governança Corporativa básico, que foi subseqüentemente emendado de forma alinhada aos *benchmarks* internacionais. Enfatizando aspectos de divulgação e livre fluxo de informações, o Código revisado foi discutido com as diversas partes interessadas, desde os empregados até o Conselho de Administração. Seguindo recomendações de seus acionistas, do Conselho de Administração e de outras partes interessadas, a Cementos Argos se colocou o desafio de manter-se em conformidade com os mais elevados padrões de governança corporativa defendidos por renomadas organizações internacionais. Em 2004, a empresa completou e publicou seu Código de Boa Governança, que está em conformidade com a maioria das recomendações feitas pela NYSE (New York Stock Exchange), OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), International Finance Corporation (IFC/Grupo Banco Mundial), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e por outras instituições locais.

A direção da Cementos Argos compreende agora que a implementação das melhores práticas de divulgação de informações ajuda a gerar riqueza para os acionistas e facilita o acesso a investidores. A direção está convencida também de que a adoção de

boas práticas de governança diferencia a Cimentos Argos de seus concorrentes, tanto nos mercados de capitais quanto nos de produtos.

A estrutura de governança corporativa da Cimentos Argos se sustenta sobre cinco pilares principais: tratamento justo aos acionistas; fortalecimento da estrutura e do desempenho do Conselho de Administração; desenvolvimento de procedimentos para fornecer informações completas e precisas em tempo hábil; estabelecimento de um Código de Ética para seus empregados; e regulamentação de suas relações com os diversos grupos de interesse envolvidos.

Finalmente, e de modo notável, ficou decidido que tanto auditores internos quanto externos deveriam analisar e informar ao mercado sobre o nível de conformidade da Cimentos Argos com seu próprio Código de Boa Governança. O Vice-Presidente Jurídico da empresa está incumbido de supervisionar as questões relativas à governança corporativa.

Além das boas práticas de governança corporativa, a Cimentos Argos atribui grande importância à responsabilidade social corporativa e a iniciativas de agregar valor que contribuem para o desenvolvimento das localidades em que operam. Por exemplo, a empresa despendeu US\$ 2,6 milhões em diferentes programas comunitários, trazendo benefícios nas áreas de educação, assistência social, saúde, nutrição, cultura e artes.

O Conselho de Administração

O Conselho da Cimentos Argos é composto de cinco conselheiros não-executivos, dois dos quais são independentes. O Conselho é apoiado por três comitês: de Auditoria e Finanças; de Nomeações e Remuneração; e de Questões Relativas ao Conselho.

Composto de 4 conselheiros (2 dos quais independentes), mais o Presidente, o Diretor Financeiro e o Auditor Interno, o Comitê de Auditoria e Finanças se dedica a supervisionar os processos de controle interno, a assegurar transparência na divulgação de informações financeiras precisas, a acompanhar as atividades de auditoria interna, e a prover suporte para tomadas de decisão pelo Conselho quanto aos controles.

O Comitê de Nomeações e Remuneração, composto de 3 conselheiros, estabelece políticas de contratação, salários e desenvolvimento de pessoal-chave. Ele propõe um plano de benefícios vinculado tanto ao desempenho individual como ao da empresa como um todo. Este Comitê está a cargo de revisar o plano de sucessão da diretoria-executiva da empresa. As remunerações concedidas ao Conselho são aprovadas pela Assembléia Geral Anual dos Acionistas, que tem também o poder de demitir e reeleger conselheiros mesmo antes do final de seus mandatos.

Também composto de 3 conselheiros, além do Presidente, o Comitê de Questões Relativas ao Conselho se ocupa das funções e responsabilidades dos conselheiros, do recrutamento de novos membros e da definição de políticas para assegurar uma composição adequada do Conselho. O Comitê implementou também um sistema de avaliação para os conselheiros bem como um programa contínuo de treinamento e desenvolvimento voltado para eles.

Na Cementos Argos, os cargos de Presidente e Presidente do Conselho são ocupados por pessoas distintas. Os altos executivos da empresa recebem o título de Vice-Presidentes, e são nomeados de acordo com políticas elaboradas pelo Comitê de Nomeações e Remuneração.

Resultados

Em 31 de janeiro de 2006, a Cementos Argos tinha uma capitalização de mercado de US\$ 5,8 bilhões. Este número cresceu muito em comparação com o valor de 31 de dezembro de 2004 (US\$ 930 milhões), mas está abaixo do registrado ao final do ano anterior (31 de dezembro de 2005), e quando a capitalização de mercado atingiu US\$ 4,8 bilhões – descrevendo um expressivo crescimento de 420% em apenas um ano.

A Cementos Argos elabora seu Balanço Financeiro de acordo com os GAAP Colombianos. Em 2005, a empresa alcançou um lucro líquido de US\$ 722 milhões, refletindo um aumento de 63% em comparação com 2004 (US\$ 442 milhões). A seguir apresentamos outros resultados ligados a seu desempenho financeiro:

- Receitas operacionais líquidas:
 - 2004 – US\$ 441,8 milhões (consolidado);
 - 2005 – US\$ 721,7 milhões (consolidado);
- Custos e despesas líquidos:
 - 2004 – US\$ 41,3 milhões (consolidado);
 - 2005 – US\$ 115,0 milhões (consolidado);
- Disponibilidade líquida:
 - 2004 – US\$ 85,2 milhões (consolidado);
 - 2005 – US\$ 17,7 milhões (consolidado).

É difícil mensurar com precisão os benefícios diretos da adoção de boas práticas de governança, mas a Cementos Argos aponta para resultados substanciais. Suas ações vêm se valorizando constantemente: seu preço subiu 177% ao longo de 2005. Após a publicação do Código de Governança, a empresa mais do que quadruplicou seu número de acionistas.

Além disso, com a adoção do Código, a Cementos Argos saltou à frente de seus concorrentes no mercado, com os investidores de capital recompensando a empresa em mais de três vezes (mais precisamente 3,4 vezes), tendo havido um excedente de subscrição em sua última emissão de títulos.

Sendo o quinto maior produtor de cimento da América Latina, a Cementos Argos hoje supre 51% do mercado local de cimento e 32% do mercado local de concreto. Além disso, a Cementos Argos exporta seus produtos para 18 diferentes países, e têm feito vários investimentos nos Estados Unidos, Panamá, Venezuela, Haiti e República Dominicana.

Metas e Desafios Futuros

A Cementos Argos ainda está aperfeiçoando seu sistema de governança. Seu principal desafio atual é o fortalecimento de seu Conselho de Administração e dos respectivos comitês. No que toca à governança corporativa, seus objetivos para o futuro incluem o aprimoramento dos sistemas de verificação de conformidade com seu Código de Ética (em vigor desde 2004) e a ampliação de suas práticas de *disclosure* (divulgação de informações).



Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)

Em 1998, os acionistas da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) – uma consolidação de operações de administração privada de rodovias com cobrança de pedágio – sabiam que teriam que conquistar credibilidade junto ao mercado para poder atrair investidores para seu negócio de capital intensivo. Eles sabiam também que essa não seria uma tarefa fácil.

A CCR foi criada para diluir riscos políticos e geográficos, aumentar a flexibilidade financeira e prover um canal permanente para investimentos em estradas de pedágio brasileiras. Os acionistas da CCR eram grandes grupos brasileiros que também operavam no ramo da construção civil, e que portanto eram também os principais fornecedores dos órgãos públicos rodoviários do Brasil. Com esse óbvio potencial para conflitos de interesse nublando as perspectivas de retorno para os acionistas minoritários, a CCR tinha pela frente uma batalha árdua para conquistar credibilidade no mercado.

Origens do Desafio da CCR

Nos anos 70, as empresas do setor de construção que operavam no Brasil formavam consórcios para executar gigantescos projetos de infra-estrutura, geração de eletricidade e transporte. Assim, era natural que consórcios fossem criados também quando o setor público se mostrou ineficaz na manutenção da enorme malha rodoviária brasileira. Operações de pedágio em estradas foram oferecidas ao setor privado, através de um programa de concessão anunciado em 1993, e que foi efetivamente implementado em 1994.

Embora a CCR, uma *holding*, reunisse importantes grupos econômicos, estes sabiam que sua própria capacidade de investimento não seria suficiente para reformar e expandir o sistema rodoviário nacional. Mas como poderiam os investidores ter confiança de que os gestores e controladores da empresa se voltariam para a criação de valor para todos os acionistas, distribuindo os lucros de maneira justa?

Com esta pergunta em mente, os acionistas fundadores contrataram a firma de consultoria de gestão McKinsey, em 1998. Os consultores ajudaram a CCR a projetar uma estrutura de acionária voltada para a atração de capital, juntamente com uma

estrutura organizacional que desse suporte aos planos de negócios do consórcio. Como descrito mais adiante, o resultado desse trabalho incluiu um convite feito a um operador estrangeiro de estradas de pedágio para tomar parte no grupo controlador, e para atuar como o garantidor da transparência das operações.

Estrutura Acionária Garantindo Boa Governança

A nova estrutura assegurava que a direção e os acionistas atuariam como investidores, trabalhando no sentido de criar valor ao negócio e combatendo a percepção anterior do mercado, que suspeitava que os operadores pudessem querer operar o pedágio apenas para assegurar para si próprios contratos vantajosos como construtores. A fim de adquirir ainda mais credibilidade, a CCR criou mecanismos para avaliar contratos entre partes relacionadas, visando assegurar que quaisquer decisões seriam tomadas apenas no interesse de todos os acionistas da CCR. Uma vez isto tendo sido estabelecido, o cenário estaria pronto para que a CCR pudesse lançar suas ações no mercado.

Embora seus acionistas fundadores prometessem que iriam operar o negócio de acordo com as mais elevadas normas internacionais, a credibilidade junto ao mercado seria obtida somente se houvesse um parceiro com claro interesse em garantir que tal promessa fosse cumprida. Eles encontraram tal parceiro estratégico em Portugal – na Brisa Auto Estradas de Portugal S.A., que detém concessões de 11 estradas naquele país. A Brisa adquiriu 20% das ações da CCR, uma fatia de participação equivalente àquela mantida pelos acionistas fundadores.

Enfrentando o Espectro dos Conflitos de Interesse

Restava uma questão central para se conquistar a confiança do mercado: como resolver o conflito entre os papéis simultâneos de construtores e concessionários? A empresa desenvolveu mecanismos de proteção internos para executar qualquer serviço envolvendo partes relacionadas. Todos os contratos acima de R\$ 1 milhão (aproximadamente US\$ 470.000), firmados com partes relacionadas, e quaisquer outros firmados com terceiros e excedendo a R\$ 2,7 milhões (aproximadamente US\$ 1,26 milhão), teriam que ser aprovados pelo Conselho de Administração. Além disso, qualquer contrato acima de R\$ 1 milhão estabelecido com uma parte relacionada teria que ser precedido de uma avaliação independente, se assim solicitado por qualquer membro do Conselho. Para o caso de ainda permanecerem dúvidas apesar de uma conclusão positiva por parte dos analistas independentes, uma disposição foi estabelecida no sentido de que 25% do Conselho de Administração poderia ainda vetar o contrato.

Antes de abrir seu capital, a CCR montou um modelo de governança que iria dar suporte ao novo empreendimento. As responsabilidades do Conselho de Administração, dos seus comitês e da direção executiva foram revistas e reestruturadas. Foi redigido um Manual de Governança Corporativa, onde se delineava a dinâ-

mica das relações entre os diversos componentes da organização. O Conselho é composto de 10 membros, dois dos quais são independentes e sem vínculos com qualquer dos acionistas ou diretores. Os cargos de Presidente do Conselho e Presidente-Executivo não são ocupados pela mesma pessoa.

Todos os membros do Conselho têm mandatos de um ano, com possibilidade de reeleição. O Conselho de Administração conta com o apoio de seis comitês: de Auditoria; Estratégia; Finanças; Governança; Novos Negócios; e Recursos Humanos. A CCR foi a primeira empresa no país a estabelecer um Comitê de Governança Corporativa. Este comitê propõe o modelo operacional do Conselho, a agenda, o fluxo de informações com acionistas, executivos e outras partes interessadas, e define o sistema de avaliação do Conselho. O comitê reavalia também, periodicamente, o próprio sistema de governança.

Os membros do Conselho e da diretoria executiva da CCR são contratados no mercado ou promovidos a partir do próprio quadro de funcionários da empresa. Sua remuneração geralmente consiste de uma combinação de salários fixos e um componente variável. Entre sessenta e setenta por cento deste componente variável são calculados com base no valor econômico adicionado (EVA) da empresa, com o restante ficando na dependência do alcance das metas qualitativas estabelecidas para o ano em questão. O programa de remuneração dos executivos da empresa não inclui a opção de compra de ações. Mas a CCR conta com um programa de incentivo de longo prazo que visa alinhar os interesses de executivos e acionistas, criar valor, atrair e reter executivos talentosos, encorajar a sustentabilidade e reforçar a visão de longo prazo da empresa. O resultado das políticas de recursos humanos da CCR é um quadro de executivos que compartilham as visões e valores da CCR. O montante total da remuneração (em uma base coletiva) é divulgado nas Assembléias Anuais dos Acionistas.

O Presidente-Executivo da CCR é quem tem a responsabilidade final pela implementação das iniciativas da empresa na área de governança.

Na CCR, a função de auditoria interna é subcontratada a uma firma líder na área de contabilidade e auditoria.

Novo Mercado: o Toque Final

Para completar o desenho de sua estrutura de capital, a CCR tomou a decisão de lançar ações no mercado. A permissão para a CCR se tornar uma empresa de capital aberto foi registrada pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) em 19 de dezembro de 2000. Em 20 de novembro de 2001, a CCR tornou-se a primeira empresa a juntar-se ao Novo Mercado, na mais alta listagem do segmento especial de governança corporativa da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), tendo com isso levantado R\$ 305,3 milhões (US\$ 141,6 milhões) no mercado. Em 14 de maio de 2004, a CCR concluiu sua segunda oferta de ações, levantando mais R\$ 375 milhões (US\$

173,9 milhões) e ampliando o *free float* (ações negociadas livremente em bolsa) total da empresa para 30%. No Novo Mercado, as empresas concordam em adotar práticas de governança que vão além daquelas estabelecidas pelas regulamentações brasileiras, oferecendo assim maior transparência e fortalecendo os direitos e salvaguardas dos acionistas minoritários.

O principal esteio das regulamentações do Novo Mercado é a exigência de que o capital social somente seja representado por ações ordinárias. Além disso, as empresas têm que cumprir as seguintes obrigações adicionais:

- Fazer ofertas públicas de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital e o acesso mais amplo ao varejo;
- Manutenção de um mínimo de 25% de ações em *free float*;
- No caso de transferência de controle acionário, as mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores têm que ser estendidas a todos os demais acionistas (tag-along rights);
- 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;
- O Balanço Anual deve ser elaborado e disponibilizado de acordo com normas internacionais de contabilidade (US GAAP ou IFRS);
- Introdução de melhorias no relatório trimestral e nos demais documentos enviados à CVM e à BOVESPA, incluindo demonstrativos financeiros consolidados, demonstração de fluxo de caixa e revisão por auditoria especial;
- Obrigação de fazer uma oferta pública no mínimo pelo valor econômico, no caso de uma decisão de se desvincular do Novo Mercado;
- Adesão a regras de divulgação de negociações de ativos emitidos pela empresa em nome dos acionistas controladores ou da direção da empresa;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; e
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Depois que a CCR se juntou ao Novo Mercado, dois grupos dentre os acionistas originais saíram do consórcio – um deles motivado pela oportunidade de liquidez criada pela oferta pública de ações da CCR, e o outro por querer sair do negócio de pedágio. Atualmente, quatro grandes construtoras nacionais e internacionais detêm participações de 17,88% (três delas) e de 17,39% (uma delas) na CCR, enquanto que 28,98% das ações da empresa são *free float* (ações negociadas livremente em bolsa). A estrutura acionária da CCR passou então a ser a seguinte:

Acionista	Ações Ordinárias	%
Andrade Gutierrez	70.102.496	17,39%
Camargo Corrêa	72.060.296	17,88%
Brisa	72.060.300	17,88%
Serveng	72.060.304	17,88%
Novo Mercado	116.818.404	28,98%
Total:	403.101.800	100,00%

Resultados

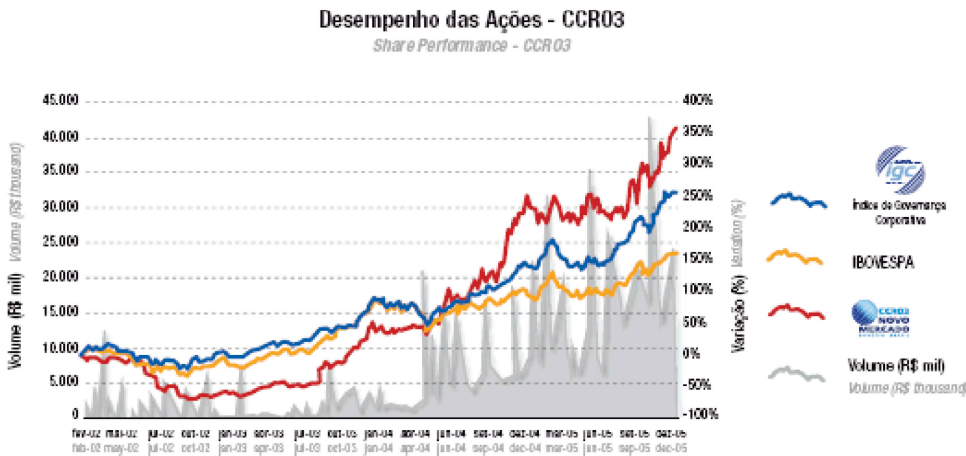
O preço das ações da CCR no IPO (Initial Public Offering – Oferta Inicial de Ações) de fevereiro de 2002 estava em R\$ 18,00 (US\$ 7,45), dando à empresa uma capitalização inicial de mercado de R\$ 1,5 bilhão (US\$ 620 milhões). Em dezembro de 2004, o preço das ações atingiu R\$ 58,10 (US\$ 21,88), com uma capitalização de mercado de R\$ 5,8 bilhão (US\$ 2,2 bilhão). Durante o período 2004 / 2005, as ações da CCR se valorizaram em 27,37%, passando de R\$ 58,1 a R\$ 74,0 (US\$ 31,61) cada, juntamente com sua capitalização de mercado – que cresceu de R\$ 5.855,0 (US\$ 2.205,7) milhões a R\$ 7.457,4 (US\$ 3.185,9) milhões.

O mercado recompensou a CCR com um prêmio adicional por suas políticas de transparência e igualdade de direitos para todos os acionistas. Como demonstrado pela tabela e pelo gráfico abaixo, as ações da CCR se valorizaram em 351,8% de fevereiro de 2002 a dezembro de 2005, enquanto que o Ibovespa registrou retornos cumulativos de 193,6% no mesmo período. A CCR chegou mesmo a superar o desempenho do IGC (Índice de Governança Corporativa), que mostrou um retorno de 313,9%.

Atualmente, a CCR continua a aprimorar seu modelo de governança e a criar valor para todos os acionistas. Os resultados dessa iniciativa de boa governança mostram um indiscutível caso de sucesso: a CCR é a maior concessionária de estradas de pedágio no Brasil. Operando seis rodovias, seus negócios cobrem 15% da malha rodoviária brasileira, ou aproximadamente 1.452 quilômetros de estradas, e respon-

dem por mais de 41% da receita total auferida pelo setor no país. Hoje, a empresa tem cerca de 4.200 empregados.

	IPO	21/8/2006	%	
CCRO3*	4,44	20,06	351,8%	
IGC	999	4.135	313,9%	
Ibovespa	12.658	37.160	193,6%	
* ajustado para partições de ações				



Como indicado nos demonstrativos financeiros da CCR – preparados de acordo com o BR GAAP (e incluindo a reconciliação de diferenças existentes entre o BR GAAP e o US GAAP) – em 2004 as receitas líquidas da empresa atingiram R\$ 1,463 bilhão (US\$ 551 milhões), gerando um caixa operacional de R\$ 759 milhões (US\$ 286 milhões). A receita líquida cresceu 33,56%, atingindo R\$ 1,954 bilhão (US\$ 906 milhões) em 31 de dezembro de 2005, e gerando um caixa operacional de R\$ 1.102 milhões (US\$ 511 milhões). O lucro líquido cresceu mais de 90% no mesmo período, passando de R\$ 263 milhões (US\$ 99 milhões) em 2004 a R\$ 500 milhões (US\$ 213 milhões) em 2005. Outras informações financeiras são apresentadas abaixo:

	2004 – em mil R\$ / US\$	2005 – em mil R\$ / US\$
Lucro líquido	262.991 / 99.077	500.493 / 213.822
Receita líquida	1.463.150 / 551.217	1.954.354 / 834.944
Custo e despesas	(931.965) / (351.102)	(1.155.155) / (493.508)
EBIDTA	759.322 / 286.061	1.102.331 / 470.941

As conquistas da CCR no campo da governança corporativa foram reconhecidas pelo mercado, como o indicam os prêmios conferidos à empresa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 2005, e pelo Núcleo de Governança Corporativa da Fundação Dom Cabral, em 2004-2007.

Em futuro próximo, a CCR irá apoiar estudos aprofundados da prática e dos benefícios advindos da boa governança corporativa no Núcleo de Governança Corporativa da Fundação Dom Cabral. Os objetivos dessa cooperação incluem a amplificação das práticas de governança corporativa da CCR através de intercâmbios de experiências com outras empresas que participam do Núcleo.



CPFL Energia

A CPFL Energia tem sua origem em 1912, quando foi fundada a Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL Paulista) a partir da fusão de quatro distribuidoras de eletricidade de propriedade de empresários brasileiros localizadas no interior do estado de São Paulo. Desde então, o controle da companhia mudou de mãos várias vezes sendo sucessivamente assumido por diversos grupos, começando em 1927, quando ela foi adquirida pela American Foreign Power Co. Em seguida o controle passou pela estatal Eletrobrás (1964), depois pela Companhia Energética do Estado de São Paulo - CESP (1975), até que foi privatizada novamente em 1997. Na privatização, a VBC Energia, a 521 Participações e a Bonaire Participações assumiram o controle da companhia e, a partir de então, a companhia iniciou um acelerado processo de expansão, culminando em agosto de 2002 na constituição da CPFL Energia como uma *holding* de controle para geração, distribuição e comercialização de eletricidade.

A VBC Energia é uma companhia privada controlada pela VBC Participações, cujo capital está em mãos de três grandes conglomerados que representam interesses comerciais brasileiros: a Votorantim Energia Ltda., a Bradesplan Participações S.A. e a Camargo Corrêa S.A.

A 521 Participações S.A. representa o fundo de pensão do Banco do Brasil (Caixa de Previdência dos Funcionários – Previ), o maior fundo de pensão do Brasil, com mais de 161 mil beneficiários.

A Bonaire Participações S.A. é um fundo de investimento composto dos seguintes fundos de pensão brasileiros: Fundação Cesp – Funcesp, Fundação Petrobrás de Seguridade Social – Petros, Fundação Sistel de Seguridade Social e Fundação Sabesp de Seguridade Social – Sabesprev.

Além destes, o BNDESPar – braço de participações do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Social), e o IFC (International Finance Corporation) também figuram atualmente entre os principais acionistas da CPFL Energia.

Em 29 de setembro de 2004 a companhia listou ações ordinárias (o único tipo de ação que ela possui) no Novo Mercado, o mais alto segmento especial de listagem da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e ADSs na New York Stock Exchange (NYSE). A CPFL fez uma oferta primária no valor de R\$ 685 milhões (US\$ 239 milhões) e uma oferta secundária no montante de R\$ 136 milhões (US\$ 47 milhões),

resultando em um total combinado de R\$ 821 milhões (US\$ 286 milhões), a R\$ 17,22 (US\$ 6,00) por ação, com cada certificado de depósito (American Depositary Share, ou ADS) representando três ações.

O *free float* (ações negociadas livremente em bolsa) inicial da companhia era de 13,64%. Desde então, este número subiu gradativamente até atingir o percentual atual de 17,75%, devido ao exercício do “green shoe” do lançamento das ações, a uma conversão de debêntures entre o BNDESPar e a VBC Energia, a conversão de um empréstimo do International Finance Corporation (IFC) em ações. Além disso, acionistas minoritários das subsidiárias CPFL Paulista, CPFL Piratininga e CPFL Geração trocaram suas respectivas participações acionárias nas subsidiárias por ações da companhia controladora CPFL Energia. A estrutura de participação da CPFL após as mudanças citadas (tal como se apresentava em 31 de dezembro de 2005) é representada abaixo. Todos os acionistas gozam de 100% de *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia). A companhia contava com 5.838 colaboradores em 31 de dezembro de 2005.



A CPFL adotou boas práticas de governança corporativa rapidamente por diversas razões. Primeiro, porque a companhia vê a governança corporativa como um meio de criar valor e, em segundo lugar, porque esse é um caminho estratégico pelo qual a companhia pode atingir seu objetivo de transformar a CPFL numa referência para o setor de eletricidade no Brasil. Finalmente, a governança corporativa ajuda a estabelecer a reputação da CPFL Energia como uma holding que trata de forma equânime a todos e a cada um de seus acionistas, inclusive os acionistas controladores citados acima – cada um deles com seus próprios e diversos objetivos e características.

Esse processo de transformação na estrutura de governança iniciou-se internamente em seguida à privatização da CPFL Paulista em novembro de 1997, e intensificou-se a partir do ano 2000, com a estruturação de um Sistema Integrado de Gestão. Durante este período, as atividades de distribuição de energia passaram por uma fase de grande expansão, tendo a CPFL Paulista adquirido participação significativa na companhia Bandeirante de Energia (que mais tarde se tornou a subsidiária CPFL Piratininga) em 1998, e na Rio Grande Energia, em 2000.

Um pouco mais tarde, em 2002, o processo decisório do grupo foi formalmente estruturado e definido quando os acionistas controladores assinaram um acordo de acionistas que previa a criação da CPFL Energia como uma holding em agosto daquele ano.

Caminho acelerado para a Boa Governança

Logo após a criação da CPFL Energia em agosto de 2002, e nos anos subsequentes, a companhia tomou uma série de iniciativas visando implementar o seu sistema de governança corporativa. Muitas dessas iniciativas foram estruturadas antes da listagem das ações da companhia no Novo Mercado da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e na New York Stock Exchange (NYSE), e muitas depois. Algumas delas estão listadas abaixo:

- Alinhamento dos estatutos das subsidiárias – quais sejam, CPFL Paulista, CPFL Piratininga, CPFL Geração e Rio Grande Energia – com os Estatutos da CPFL Energia;
- Estruturação dos comitês consultivos do Conselho;
- Implementação pelo Conselho de Administração de um sistema de auto-avaliação;
- Mudança na estrutura do balanço anual, que passou a ser elaborado segundo o modelo GRI (*Global Reporting Initiative*);
- Implantação do *website* do Conselho de Administração;
- Introdução de um canal de comunicação anônima e confidencial para que os colaboradores possam levantar questionamentos quanto à conduta contábil e/ou financeira da administração para o Conselho Fiscal (um organismo brasileiro análogo ao Comitê de Auditoria), em um movimento na direção de maior aderência à Lei Sarbanes-Oxley;
- Migração de acionistas minoritários das subsidiárias CPFL Paulista, CPFL Piratininga e CPFL Geração para a CPFL Energia, em uma permuta de ações que atingiu um valor total de R\$ 553 milhões (US\$ 242 milhões) e envolveu 56.800 acionistas;
- Estruturação da função de “Compliance”, para manter atendida a regulação dos mercados nos quais são negociadas as ações da companhia. Entre tais regulamentações encontra-se a seção 404 da Lei Sarbanes-Oxley;
- Estruturação do plano de sucessão até o nível gerencial;
- Estruturação de vários planos educativos;
- Estruturação de um processo de avaliação de desempenho;

- Elaboração de uma política para *insider trading* (negociação com informação privilegiada);
- Sistematização da comparação entre as práticas de governança corporativa seguidas pela companhia e aquelas adotadas por organizações que sejam referência nacional e internacional;
- A redução do tamanho do Conselho de Administração em abril de 2006, de 12 para 7 membros, com eleição de um conselheiro independente incluído entre os 7.

Atualmente o Conselho de Administração conta com sete membros, três dos quais são nomeados pela VBC Participações, dois pela 521 Participações e um pela Bonaire Participações. O sétimo membro é um conselheiro independente que também representa os acionistas minoritários. O mandato de cada membro do Conselho é de um ano, com possibilidade de reeleição.

Atualmente, o Conselho de Administração conta com três comitês consultivos:

- **Comitê de Gestão de Pessoas**, responsável por analisar questões relacionadas à gestão de pessoas na companhia, pela avaliação dos seus principais executivos e pelo processo de escolha do Diretor Presidente;
- **Comitê de Processos de Gestão**, responsável pelo monitoramento dos principais processos e controles da companhia;
- **Comitê de Partes Relacionadas**, responsável pela seleção de fornecedores e prestadores de serviços para contratos que envolvam parte relacionada.

Desde a privatização da companhia, as posições de Presidente do Conselho e Diretor-Presidente (CEO) são ocupadas por pessoas distintas.

O Diretor-Presidente é escolhido e eleito pelo Conselho de Administração, mas ele mesmo não é membro do Conselho.

Além do Diretor-Presidente, que é diretor estatutário, os demais diretores estatutários (cinco Vice-Presidentes Executivos) também não são membros do Conselho. Todos têm mandato de dois anos, podendo ser reeleitos.

Dois importantes aspectos devem ser observados a respeito:

- Enquanto os demais diretores estatutários são formalmente eleitos pelo Conselho de Administração, na prática eles são efetivamente nomeados pelo CEO; e
- Existe uma distinção clara entre decisões que podem ser tomadas pelos diretores estatutários daquelas tomadas pelo Conselho de Administração; tal distinção é explicitamente enunciada no Estatuto Social da companhia e no seu Acordo de Acionistas.

Com relação à remuneração, os seguintes pontos são importantes:

- Os conselheiros recebem remuneração mensal fixa estabelecida de acordo com parâmetros de mercado, seja qual for o número de reuniões havidas em cada mês. O Conselho de Administração não é remunerado de nenhum outro modo;
- Os diretores estatutários e os demais diretores da companhia recebem remuneração fixa e variável (esta última na forma de bônus por metas de desempenho alcançadas), definidas com base em parâmetros de mercado. Desde 2006, os diretores estatutários têm também uma forma suplementar de remuneração variável, calculada com base em *phantom stocks*.

A remuneração total estimada do Conselho de Administração, dos diretores estatutários e do Conselho Fiscal é divulgada (em seu montante total e estimado) na Assembléia Geral dos Acionistas, que acontece sempre em abril de cada ano.

Definindo as Responsabilidades pela Governança Corporativa

A CPFL designou claras responsabilidades a vários departamentos relativamente às suas políticas e práticas de governança corporativa. Em especial, desde abril de 2003, a companhia conta com uma Assessoria de Governança Corporativa, sob a direção e liderança do Sr. Marco da Camino Ancona Lopez Soligo, que responde diretamente ao Presidente-Executivo, Sr. Wilson P. Ferreira Júnior.

A companhia avalia contínua e sistematicamente suas práticas de governança corporativa, e está sempre considerando modificações para seu maior aprimoramento.

Reconhecimento da Governança Corporativa

Em uma pesquisa realizada em 2005 pela revista *Institutional Investor* com mais de 100 analistas e administradores de carteiras de títulos, a companhia foi reconhecida como a melhor da América Latina no tocante à Governança Corporativa – assumindo o 1º lugar na categoria ‘Governança Corporativa - Concessionárias de Energia Elétrica da América Latina’.

Em 2006, a CPFL recebeu uma menção honrosa de “Melhor Governança Corporativa”, realizada com base em pesquisa feita pela Revista IR Magazine, uma das mais importantes publicações dedicadas à cobertura dos mercados de capitais no Brasil, envolvendo mais de 200 dentre os principais especialistas no mercado de capitais nacional.

Boa Governança se Traduz em Melhor Desempenho das Ações

Embora isto não se deva exclusivamente à boa governança corporativa, as ações da CPFL vêm apresentando um desempenho muito bom nos últimos anos. O preço de cada ação da CPFL subiu de R\$ 16,43 (US\$ 6,22) em 31 de dezembro de 2004 para R\$ 27,06 (US\$ 11,56) em 31 de dezembro de 2005 – um aumento de 64,7%.

Além disso, as ações da CPFL (BOVESPA - CPFE3; NYSE - CPT) estão incluídas nos seguintes índices:

- IBRX 100 – as 100 ações de maior liquidez ;
- IEE – Índice de Energia Elétrica;
- IGC – Índice de Governança Corporativa;
- ITAG – Índice de *Tag Along* Diferenciado; e
- ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial.

As ações da companhia fazem parte do índice Dow Jones Brazil Titans 20 de ADRs, composto das principais ADSs (American Depositary Shares) brasileiras negociadas na New York Stock Exchange (NYSE).

Em 2005, as ações da companhia tiveram desempenho superior ao dos principais índices dos mercados de capitais. No mercado doméstico, suas ações apresentaram uma apreciação de 64,8%, bem acima dos 42,9% registrados pelo “Índice de Energia Elétrica (IEE)” e dos 27,7% alcançados pelo Ibovespa. As ADSs da companhia tiveram uma apreciação de 85,5%, em contraste com os 47,5% do índice Dow Jones Brazil Titans 20 de ADRs, e uma depreciação de 0,6% do Dow Jones Industrial Average.

Ao final de 2005, a companhia registrava uma capitalização de mercado de R\$ 12.982 milhões (US\$ 5.548 milhões), tendo partido de R\$ 7.420 milhões (US\$ 2.800 milhões) em 2004, com 479.756.730 ações ordinárias negociadas na BOVESPA a R\$ 27,06 cada (US\$ 34,69 por ADS na NYSE).

Resultados Financeiros

A CPFL Energia reporta seus resultados de acordo com o BR GAAP e com o US GAAP (reconciliando o primeiro ao segundo). Em 2005, a CPFL reportou receitas brutas de R\$ 10.904 milhões (US\$ 4.660 milhões), representando um aumento de 14% em comparação com o ano precedente. As receitas líquidas atingiram R\$ 7.739 milhões (US\$ 3.307 milhões), 15% acima dos R\$ 6.736 milhões (US\$ 2.542 milhões) registrados em 2004.

O EBITDA, por seu turno, atingiu o montante de R\$ 2.100 milhões (US\$ 906 milhões) em 2005, representando um crescimento de 26% se comparado aos R\$ 1.700 milhões (US\$ 634 milhões) de 2004.

Como resultado, a companhia registrou em 2005 o maior lucro líquido de sua história, qual seja, R\$ 1,021 bilhão (US\$ 436 milhões) – um salto de 266% se comparado aos R\$ 279 milhões (US\$ 105 milhões) de 2004. Outros resultados financeiros alcançados de um ano para o outro

■ Custos e despesas líquidas:

- 2004 – R\$ 4.306 milhões (US\$ 1.625 milhões);
- 2005 – R\$ 4.594 milhões (US\$ 1.963 milhões);

■ Disponibilidade líquida:

- 2004 – R\$ 818 milhões (US\$ 309 milhões);
- 2005 – R\$ 1.029 milhões (US\$ 440 milhões);

■ Caixa projetado para 2006 ao final do ano – R\$ 323 milhões (US\$ 145 milhões).

Em 2005, os destaques foram o crescimento de 4,7% nas vendas de energia elétrica e o aumento de 114% nas vendas da CPFL Brasil no mercado livre. O resultado foi também impulsionado por um aumento na capacidade instalada, com o comissionamento da hidrelétrica de Monte Claro para operações comerciais ao final de dezembro de 2004.

No geral, os crescentes e consistentes resultados obtidos nos últimos anos são um reflexo da estratégia de negócios da companhia, baseada em práticas avançadas de governança corporativa, e da captura de crescentes sinergias que fluem de uma combinação de disciplina financeira com práticas corporativas responsáveis e sustentáveis.



Embraer

Com sede em São José dos Campos, a Embraer foi fundada em 1969 como uma empresa estatal, mas foi depois privatizada em 7 de dezembro de 1994. Desde sua privatização, a Embraer cresceu até se tornar uma das maiores fabricantes de aeronaves do mundo, o que conseguiu concentrando-se em segmentos específicos de mercado com grande potencial, na aviação comercial, de defesa e executiva. Igualmente importante, a Embraer fornece um pacote superior de produtos, com amplo suporte às aeronaves no pós-venda, incluindo peças de reposição, serviços e assistência técnica. A Embraer tem cinco fábricas no Brasil, em três localidades diferentes, além de subsidiárias, escritórios, centros de assistência técnica e de distribuição de peças na China, Singapura, Estados Unidos, França e Portugal, reunindo um quadro de pessoal total que somava mais de 16.900 empregados em dezembro de 2005.

A privatização da Embraer em 1994 implicou em um profundo processo de transformação cultural, através do qual a sua antiga cultura de engenharia, orientada para a indústria – que predominara durante seus anos como estatal – se fundiu a uma nova cultura empresarial, orientada para a administração dos negócios, trazida pelos novos acionistas controladores. A evolução da governança da empresa era parte integral da transformação cultural da Embraer.

A Embraer é vista pelo governo brasileiro como uma empresa estratégica. Tal *status* carrega consigo diversas implicações para a governança da empresa:

- O edital de privatização da Embraer estipulava que a participação de entidades estrangeiras no capital votante da empresa deveria se limitar a 40%.
- O governo brasileiro possuiu uma ação de classe especial, denominada “Golden Share”. A Golden Share confere mesmo direito a voto das ações ordinárias. Mas, além disso, ela tem o poder de veto contra, entre outras coisas, mudanças no controle ou no propósito corporativo e criação e alteração de programas de defesa.

Como resultado da privatização, a empresa não apenas recuperou sua saúde financeira como também pôde embarcar em um novo processo de expansão, impulsionado fundamentalmente pelo projeto da família de jatos ERJ 145. Nos anos seguintes, ao lançar o programa EMBRAER 170/190 e o avião executivo Legacy, bem como produtos ISR (iniciais para Intelligence, Surveillance e Reconnaissance,) e o projeto ALX/Super Tucano, a Embraer aumentou significativamente sua participação no mercado aeronáutico, o que resultou em receitas crescentes em mercados diversificados.

O desenvolvimento de novos produtos pela Embraer, bem como seu crescimento futuro, depende de sua flexibilidade para acessar os mercados de capitais. Em 21 de julho de 2000, a Embraer emitiu novas ações simultaneamente nas Bolsas de Valores de São Paulo e de Nova York. Ao ampliar seu acesso aos mercados internacionais de capitais, a companhia conseguiu levantar US\$ 250 milhões para suporte ao desenvolvimento da família EMBRAER 170/190 – os E-jets, lançados em 1999.

Em anos mais recentes, uma série de importantes eventos consolidou o próspero e sustentável desenvolvimento econômico e social da empresa. Entre tais eventos, podem ser citadas a entrada em serviço da nova família de jatos comerciais EMBRAER 170/190, um programa que exigiu investimentos de aproximadamente US\$ 1 bilhão; a confirmação do compromisso da Embraer com o mercado de aviação executiva, com o lançamento de novos produtos como o Phenom 100, o Phenom 300 e os jatos executivos Lineage 1000; e a expansão da presença da Embraer no mercado de serviços aeronáuticos, com a aquisição de empresas MRO especializadas, tais como a OGMA- Indústria Aeronáutica de Portugal.

A bem estabelecida série de jatos regionais da Embraer a coloca entre os maiores fabricantes de aeronaves comerciais do mundo. Embora seu foco tenha historicamente se concentrado no segmento de aviões de porte pequeno a médio, com jatos de 30 a 50 lugares, mais recentemente a Embraer também desenvolveu uma nova família de jatos comerciais dentro da categoria de 70 a 110 lugares. Hoje, a Embraer é o maior fabricante mundial de jatos comerciais de até 110 lugares. A atuação da Embraer no segmento de aviões militares também é forte, como se pode auferir pelas mais de 20 forças aéreas em todo o mundo que utilizam as aeronaves e sistemas de defesa da Embraer para missões de vigilância, combate e treinamento. Além disso, o mercado de jatos executivos oferece significativas oportunidades de crescimento para a Embraer. A empresa espera oferecer produtos em todos os segmentos do mercado de jatos executivos, desde a categoria dos “muito leves” até a dos “ultra grandes”. A Embraer tem se empenhado em compreender e responder às necessidades do mercado e dos clientes, aprimorando continuamente seus produtos e serviços de apoio a suas aeronaves comerciais e executivas.

De 1995 a dezembro de 2005, a Embraer exportou US\$ 20 bilhões em produtos e serviços, tendo sido inclusive classificada como maior exportador brasileiro de 1999 a 2001. Durante esses dez anos, a empresa respondeu por US\$ 8 bilhões do saldo comercial do país.

Reestruturação do Capital e Composição Acionária

Antes de 2006, a estrutura de capital da Embraer era limitada pela lei das Sociedades Anônimas quanto à sua divisão em ações ordinárias e preferenciais. Consequentemente, a estrutura de capital da Embraer não apenas limitava o seu aces-

so aos mercados de capitais como também restringia a liquidez das ações da empresa, visto que dificultava a adoção de padrões mais elevados de governança corporativa. Todavia, em 31 de março de 2006, a maioria dos acionistas da Embraer – incluindo detentores de ações ordinárias, preferenciais e ADS (American Depositary Shares) – aprovaram a proposta de reestruturação do capital da Embraer, com uma estrutura acionária simplificada composta de uma única categoria de ações – as ordinárias – e ampliava as práticas de governança corporativa e transparência.

O principal objetivo da reestruturação societária era criar uma base para a sustentabilidade, crescimento e continuidade dos negócios e atividades da Embraer. Com efeito, a reestruturação pôs um fim a composições de blocos de acionistas controladores. Como resultado, a Embraer tornou-se a maior empresa brasileira de capital aberto, com controle totalmente disperso. Isto deverá facilitar o acesso da Embraer aos mercados de capitais e ampliar suas perspectivas de obtenção de novas fontes de financiamento. Além disso, a reestruturação irá provavelmente resultar em maior liquidez para todos os acionistas, e melhores canais para que eles tenham voz nos assuntos da empresa, por serem garantidos a todos eles o direito de voto. Em outras palavras, sem um bloco controlador permanentemente definido, os acionistas terão que se reunir, fazer avaliações conjuntas e contar com o alinhamento de seus interesses para tomar decisões em cada Assembléia Geral.

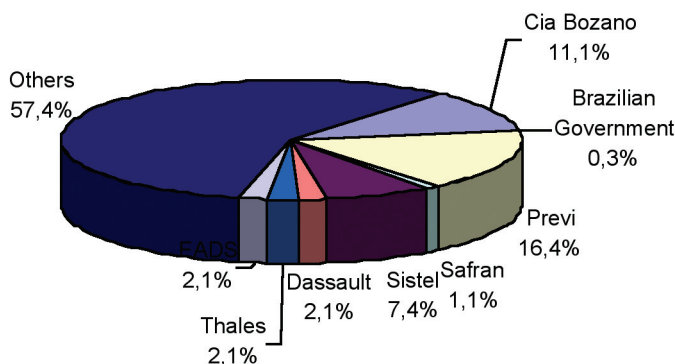
Em 5 de junho de 2006, a Embraer começou a negociar suas ações de classe única (ações ordinárias) no prestigioso Novo Mercado, o segmento de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, a BOVESPA. As ADS da Embraer (sob seu programa de ADS Nível III) são também negociadas na Bolsa de Valores de Nova York. Cada ADS equi vale a quatro ações ordinárias da Embraer.

De acordo com o novo estatuto da Embraer, aprovado em março de 2006, foram criados mecanismos de proteção para assegurar não apenas a diluição do controle acionário, mas também a detenção por acionistas brasileiros da maioria dos votos na empresa, de modo que o poder de tomar decisões seja mantido por cidadãos brasileiros. Isto é consistente com a condição restritiva de no máximo 40% de ações em mãos de estrangeiros, estabelecida durante o processo de privatização da empresa. Os seguintes mecanismos estão em vigor:

- Nenhum acionista ou grupo de acionistas, sejam eles nacionais ou estrangeiros, podem votar em cada Assembléia Geral de Acionistas com mais de 5% do total de ações em circulação. Esta limitação visa evitar uma excessiva concentração de ações ou ADS nas mãos de um acionista ou de um grupo de acionistas;
- O total de votos concedidos a acionistas estrangeiros, tanto individual quanto coletivamente, é limitado a 40% do total de votos a serem lançados na Assembléia Geral;

- Qualquer acionista ou grupo de acionistas fica proibido de adquirir participação igual ou maior que 35% das ações da Embraer, exceto se assim expressamente autorizados pelo Governo Federal, na sua condição de detentor da Golden Share, e ainda assim condicionado à realização de uma “Oferta Pública de Aquisição” - OPA; e
- A composição acionária deve ser divulgada sempre que: (i) a participação de um acionista atingir ou exceder 5% das ações da empresa; e (ii) a participação de qualquer acionista exceder 5% do capital da Embraer.

Antes da reestruturação de seu capital, 60,0% das ações ordinárias em circulação estavam nas mãos dos antigos acionistas controladores da Embraer – Cia. Bozano, Previ, Sistel – estando sujeitas a um acordo de acionistas e divididas igualmente em 20,0% de participação para cada uma das partes. O governo brasileiro detinha 0,8% das ações ordinárias, além das Golden Shares. Quando da implementação da reestruturação do capital da empresa, aquele acordo de acionistas foi desfeito, sendo que agora a Cia. Bozano, a Previ e a Sistel detém, respectivamente, 11,1%, 16,4% e 7,4% das ações. Cada uma das empresas de um grupo de líderes europeias do setor aeroespacial - Dassault Aviation, EADS, e Thales – possuem 2,1% cada uma, enquanto que a SAFRAN (conhecida formalmente como Snecma) tem 1,1%. O governo brasileiro retém 0,3% do capital. Os restantes 57,4% constituem o *free float* (ações livremente negociadas em bolsa de valores) e são negociados em mercados locais e internacionais, como apresentado no diagrama abaixo.



Para demonstrar ao mercado que os antigos acionistas controladores e a direção da Embraer permaneciam comprometidos com a empresa e acreditavam em seu futuro, um período de suspensão foi aprovado, durante o qual os antigos acionistas controladores não poderiam negociar suas ações.

Melhorias na Governança Corporativa

A reestruturação do capital era apenas uma parte da estratégia da Embraer para crescer e aumentar seu valor. Essa estratégia incluía ainda a adoção de um modelo de governança corporativa que incorporasse uma clara distinção de responsabilidades entre o Conselho de Administração, a direção executiva e o Conselho Fiscal.

O Conselho de Administração é responsável por aprovar e acompanhar a implementação da estratégia da empresa, assim como pelos orçamentos anuais e programas de investimento estabelecidos no plano de ação preparado pela direção executiva.

O atual Conselho de Administração da Embraer, eleito em 31 de março de 2006, é composto de 11 membros e seus respectivos suplentes. De forma a assegurar a estabilidade das ações corporativas e a continuidade das diretrizes administrativas durante o período imediatamente subsequente à aprovação da reestruturação do capital, o mandato inicial do Conselho de Administração é de três anos, após o qual deverá ser observado um mandato máximo de dois anos.

Durante este período de transição, o Presidente do Conselho – Sr. Maurício Novis Botelho – também atuará como Presidente-Executivo da empresa até abril de 2007, quando o Conselho irá eleger um novo Presidente-Executivo. Após aquela data, ficará expressamente proibido atuar simultaneamente como membro do Conselho e da diretoria executiva. Com exceção do Presidente-Executivo, do representante do governo brasileiro e de dois representantes dos empregados da Embraer, todos os atuais membros do Conselho são independentes.

O Conselho de Administração nomeia um Comitê Executivo, composto de até quatro membros, que tem como propósito assessorar o Conselho no desempenho de suas funções relativas à política de remuneração dos executivos, decisões estratégicas e medidas relacionadas com a governança corporativa.

Os membros da diretoria executiva ficam a cargo da gestão dos assuntos diários da empresa. O Presidente-Executivo e o Vice-Presidente Financeiro são profissionais contratados após a privatização da empresa, enquanto que a maioria dos altos executivos restantes é de pessoas que construíram suas carreiras dentro da empresa.

Em 1998 a Embraer implementou um plano que atrela a participação dos empregados nos lucros da empresa ao pagamento de dividendos. A cada vez que a companhia paga dividendos a seus acionistas, ela distribui também até 25% do montante de dividendos entre seus empregados que tenham atingido os objetivos estratégicos estabelecidos no Plano de Ação aprovado pelo Conselho. Assim, o Plano de Participação nos Lucros da Embraer representa uma verdadeira parceria entre acionistas, a diretoria executiva e os funcionários, ajudando a aumentar a produtividade e assegurando o alinhamento de interesses de acionistas e empregados.

Nos termos do plano, a empresa pode pagar quantias adicionais de até 5% dos citados dividendos aos executivos da diretoria e a alguns empregados que tenham apresentado desempenho excepcional, com base em critérios estabelecidos. Em abril de 2005, o Conselho de Administração aprovou certas alterações no plano de participação dos lucros, no que toca à distribuição daqueles 5% adicionais. Tais alterações tiveram por base recomendações feitas pelo Comitê Consultivo do Conselho, formado em 2004 com o propósito de rever as políticas da empresa com relação à remuneração. A nova política dispõe que a distribuição adicional de até 5% seja limitada a um montante igual a 50% do lucro líquido da companhia, ajustado com relação a certos fluxos de caixa. Para a diretoria executiva e para alguns empregados de nível sênior, 2/3 do montante distribuído serão providos em espécie e os 1/3 restantes serão alocados como “ações ordinárias virtuais”, sendo que pagamentos a elas relacionados serão efetuados ao longo de um período de três anos, utilizando-se como referência o preço médio ponderado das ações. Em resultado disso, o valor de tais pagamentos fica vinculado ao desempenho futuro das ações da empresa no mercado. Os membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal não participam do plano de remuneração variável. Sua remuneração é baseada em análises de mercado conduzidas por uma firma de consultoria em recursos humanos.

Para o exercício findo em 31 de dezembro de 2005, a remuneração agregada paga ao Conselho de Administração, ao Conselho Fiscal e à alta administração totalizou US\$ 8,8 milhões.

As principais responsabilidades do Conselho Fiscal são as de fiscalizar os atos da alta administração e verificar se os demonstrativos financeiros estão em conformidade com as políticas de transparência e boa governança corporativa adotadas pela empresa. Tendo em vista os requisitos introduzidos em 2004 pela Lei Sarbanes-Oxley sobre companhias estrangeiras listadas nos mercados dos EUA, a Embraer implementou diversas mudanças no seu Conselho Fiscal. Tais adaptações incluíram alterações em:

- Sua composição, com a adição de um membro que passa a agir como especialista em finanças; e em
- Suas normas internas para designação de responsabilidades, para provisão de um escopo mais amplo em avaliações e análises empreendidas por seus membros.

Como resultado, o Conselho Fiscal da Embraer é agora composto de cinco membros titulares, um dos quais é um especialista em finanças. Todos eles são nomeados para um mandato de um ano. Esta nova estrutura está em plena conformidade com os requisitos da U.S. Securities and Exchange Commission (SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano).

Além de estar listada na Bolsa de Valores de Nova York, desde 2001 a Embraer produz seus relatórios financeiros trimestrais e anuais de acordo com o BR GAAP e com o US GAAP.

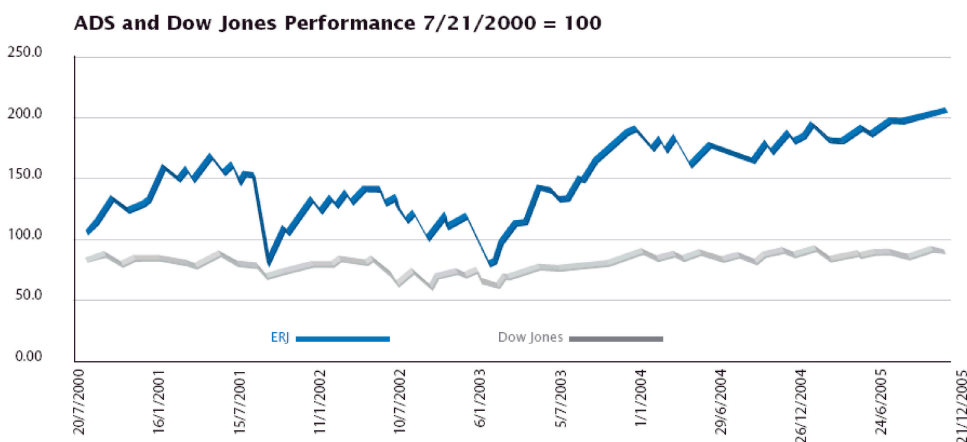
Os Auditores Externos da empresa prestam contas a todo o Conselho, enquanto que a função de auditoria interna fica sob responsabilidade do departamento de controles internos e de riscos – um setor da empresa submetido à supervisão do diretor financeiro, porém com subordinação direta ao Conselho Fiscal, assegurando a necessária independência e competência para avaliar os controles internos da empresa sobre seus relatórios financeiros.

Além de sujeitar-se às regulamentações do Novo Mercado – que incluem normas sobre governança corporativa –, a Embraer adotou e observa uma política de divulgação de informações que requer que todas as informações relevantes sejam divulgadas ao público de acordo com as diretrizes estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários do Brasil – CVM, bem como uma política contra negociações com base em informações privilegiadas, a qual, entre outras coisas, estabelece períodos de *black-out* de informações e requer que o pessoal interno informe à direção sobre todas as transações envolvendo papéis da empresa.

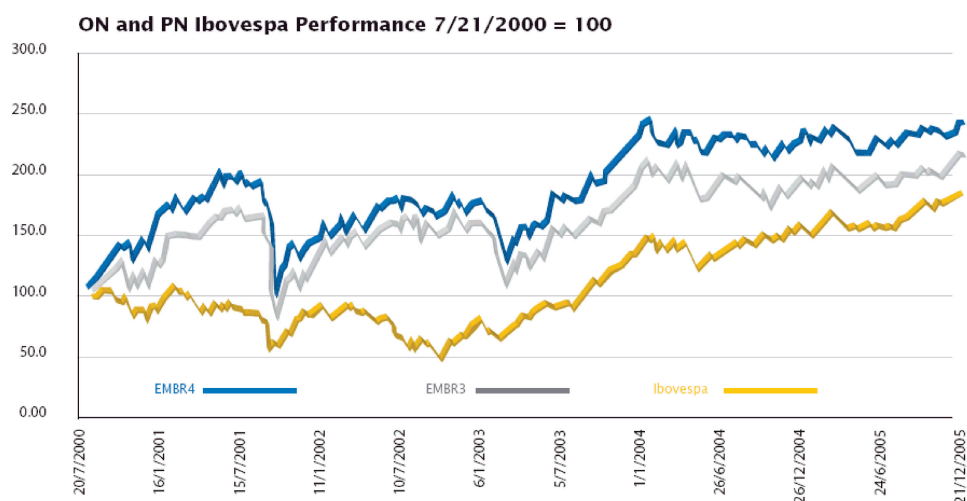
Os Resultados

O compromisso da Embraer com seus investidores, sua sólida estrutura de gestão e a adoção de melhores práticas de governança corporativa são fatores que, juntos, têm produzido um impacto importante no valor de mercado da companhia, nos últimos anos. Ao final de 2005, a Embraer reportou marcos significativos nesta evolução. As vendas líquidas cresceram 11,3% de 2004 a 2005, atingindo US\$ 3,829 bilhões – o maior valor alcançado na história da empresa. O lucro líquido chegou a US\$ 445.7 milhões em 2005, 17,2% acima da de 2004. A disponibilidade líquida em 31 de dezembro de 2005 era de US\$ 360,1 milhões, em contraste com os US\$ 22,1 milhões registrados ao final de 2004 – tendo crescido, portanto, mais de 16 vezes! O total de despesas operacionais, incluindo participação nos lucros e despesas com pesquisa e desenvolvimento era de US\$ 650 milhões em 31 de dezembro de 2005, uma elevação de 3,38% em relação aos US\$ 629 milhões em 31 de dezembro de 2004.

Ao longo desse período, a Embraer gerou substancial riqueza para seus investidores – a capitalização de mercado aumentou em US\$ 4,8 bilhões nos últimos seis anos, passando de US\$ 2,2 bilhões em dezembro de 1999 a US\$ 7 bilhões em dezembro de 2005 (entre 2004 e 2005, a capitalização de mercado cresceu 16,67%, passando de US\$ 6 bilhões a US\$ 7 bilhões). No mesmo período, a Embraer distribuiu US\$ 943 milhões em dividendos a seus acionistas. Também no mesmo período, suas ações se valorizaram em 157%, subindo de R\$ 7,01 em dezembro de 1999 para R\$ 18,00 ao final de 2005, enquanto o Ibovespa se valorizava apenas 98% (entre 2004 e 2005, o valor das ações ordinárias da empresa subiu 14%, de R\$ 15,80 para R\$ 18,00).



De modo similar, o desempenho das ADS da empresa listadas na Bolsa de Nova York registrou nada menos que US\$ 39,10 na última sessão de 2005 – uma valorização de 111% desde sua listagem em julho de 2000.



Os avanços da Embraer na área de governança corporativa são reconhecidos e bem recebidos pelo mercado. O “The Institutional Investor Research Group”, instituição pioneira de pesquisa nos mercados de ações latino-americanos, concedeu à Embraer o primeiro lugar na Pesquisa de Melhores Relações com Investidores de 2005. Essa classificação se baseou nos resultados de uma pesquisa de opinião feita com 53 investidores institucionais “buy side” 59 analistas do lado da venda.

O mercado reconhece também os padrões de transparência da Embraer como sendo excepcionais. A Embraer foi escolhida como uma das dez finalistas por sete

anos consecutivos – e primeiro lugar em 2000 – do prêmio de Transparência em Demonstrativos Financeiros conferido pela Associação Brasileira de Executivos das Áreas Financeira, Administrativa e Contábil. Além disso, a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) classificou a Embraer entre as dez finalistas para premiação, pela edição de 2005 de seu Relatório Anual.

Por fim, a ênfase da Embraer em altos padrões de responsabilidade social e ambiental também vem sendo reconhecida, como o demonstra a sua superação dos demais concorrentes do setor tanto no Índice de Sustentabilidade Dow Jones como no índice de Sustentabilidade Empresarial da BOVESPA.

A Embraer acredita que a conquista de altos níveis de governança corporativa é um caminho, não uma linha de chegada. Ao longo dos três últimos anos, foram implementadas muitas melhorias nas práticas de governança corporativa da empresa, incluindo a conclusão de seu processo de reestruturação, durante o primeiro semestre de 2006. A Embraer está atualmente passando por um período de transição, deixando de ser uma empresa com o seu controle definido para uma situação de dispersão do seu controle acionário. A empresa está comprometida a fazer os ajustes necessários para atender as demandas do mercado. Com os mais altos padrões de governança corporativa e transparência, a Embraer espera continuar a ser uma boa opção para os investidores ainda por muitos e muitos anos.

Ferreyros

Ferreyros

A Ferreyros foi fundada em 1922 por quatro amigos. As principais atividades da empresa são: importação e venda ou aluguel de máquinas, equipamentos e suporte de produto através da venda de peças de reposição; aluguel de máquinas e equipamentos; e prestação de serviços de oficina. Em 1942, a Ferreyros incorporou à sua carteira de negócios a distribuição de máquinas e equipamentos Caterpillar – o que hoje é de longe o seu principal negócio, representando 88% de suas vendas em 2005. Sua carteira atual inclui várias outras marcas conhecidas.

A Ferreyros tinha em dezembro de 2005 aproximadamente 1.200 empregados e 700 acionistas. No momento, os 5 fundos de pensão peruanos (AFPs) detêm mais de 40% das ações da empresa. Abaixo, a lista de acionistas que têm mais que 5% das ações, que inclui 4 dos fundos de pensão:

- Integra - FONDO 2 - 11,40%;
- Nueva Vida - FONDO 2 - 10,03%;
- La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S,A, - 9,63%;
- Horizonte - FONDO 2 - 9,17%;
- Horseshoe Bay Limited - 6,46%; e
- Profuturo - FONDO 2 - 6,00%,

Ao final de 2005, havia apenas seis investidores com mais de 5% de participação acionária. Todos os demais investidores têm menos de 5%, com 43,7% das ações da empresa sendo *free float* (ações negociadas livremente em bolsa). As ações da companhia estão incluídas no Índice da Bolsa de Valores de Lima.

A capitalização de mercado da Ferreyros atingiu US\$ 191 milhões no final de julho de 2006, representando um aumento de 62% em comparação com os US\$ 118 milhões registrados no final de 2005. O valor da capitalização de mercado ao final de 2004 era similar àquele de 2005. O faturamento anual da Ferreyros ultrapassa US\$ 300 milhões.

Visão Geral e Estratégia da Empresa

A estrutura societária e de controle acionário da Ferreyros vem passando por um significativo processo de evolução. O número de acionistas e as suas respectivas participações vêm se modificando ao longo do tempo. A primeira geração de sócios fundadores passou o controle da empresa para uma segunda geração, da qual nem todos estavam interessados em participar do negócio. No presente estágio avançado de desenvolvimento da empresa, seus acionistas controladores determinaram que a Ferreyros deveria: i) transferir a gestão da companhia para novos administradores profissionais; ii) registrar suas ações na Bolsa de Valores de Lima (BVL) para atrair investidores e facilitar a transferência das participações na Ferreyros para novos proprietários; e iii) introduzir melhorias de governança corporativa para atrair investimentos e aprimorar os controles e o desempenho da empresa. Foi assim, e por isto, que a Ferreyros entrou para a BVL em 1971, e acabou por tornar-se uma companhia com uma ampla e diversificada base de acionistas.

No início dos anos 90, a empresa percebeu que, para poder sustentar seu crescimento, sua atuação no mercado peruano de capitais não poderia se limitar à emissão de ações, mas deveria incluir também a venda de títulos. Assim, em 1994, sua primeira emissão de títulos foi autorizada, levantando US\$ 5 milhões. Desde então, já houve 4 emissões de títulos (1994, 1996, 1999 and 2002). Em 2001, foi registrado um programa de papéis comerciais. Em um período de dois anos, foi feito um total de 11 emissões, levantando US\$ 49 milhões. Em 2004, outro programa de títulos foi registrado, sob o qual foram feitas 5 emissões no valor total de US\$ 50 milhões. A cada vez que a Ferreyros emitia esses instrumentos no Peru, ela se via recompensada com uma demanda acima da subscrição planejada, às vezes chegando a três vezes o montante emitido. Em março de 2006, durante a Assembléia Geral Anual, os acionistas aprovaram o registro de um programa misto de títulos e documentos negociáveis que atingiam o valor de US\$ 90 milhões.

Governança Corporativa

De modo a tirar proveito de uma variedade de experiências e encorajar a diversidade de opiniões, os estatutos da empresa determinam que o Conselho de Administração deve ser composto de 8 a 12 membros. Atualmente, o Conselho é formado por 8 membros, cada um deles com uma formação profissional e especialização diferentes, o que contribui para uma melhor tomada de decisões em prol da empresa.

Por muitos anos, a companhia teve dois membros independentes no Conselho. Na eleição do Conselho de Administração em 2005, três membros independentes – escolhidos pelos administradores dos fundos de pensão – juntaram-se à empresa. Hoje há quatro membros independentes no Conselho. Além disso, a partir de 2005, o número de comitês do Conselho aumentou de 1 para 3. São eles: o Comitê de

Administração Geral e Governança Corporativa, o Comitê de Auditoria, e o Comitê de Desenvolvimento Organizacional e Recursos Humanos. Cada comitê é composto de 5 membros do Conselho, um ou dois dos quais são independentes. Suas sessões acontecem trimestralmente ou uma vez a cada semestre.

O Conselho de Administração realiza sessões mensais, as quais são minuciosamente registradas em ata. Todas as sessões do Conselho nos últimos anos tiveram mais de 80% de comparecimento. A remuneração do Conselho de Administração é determinada com base nos resultados obtidos pela empresa. Os estatutos estipulam que o Conselho tem direito a 6% dos lucros livremente disponíveis. Não há nenhuma outra forma de remuneração para os membros do Conselho. A remuneração dos membros do Conselho e dos executivos da empresa é divulgada no relatório anual em seu montante total, como uma porcentagem dos lucros totais da companhia. Aproximadamente 25% da remuneração dos executivos são determinados com base nos resultados da empresa.

A empresa tem claramente definidas todas as funções do Conselho de Administração, do Presidente do Conselho e da direção executiva. O Conselho é considerado pela direção como uma entidade que agrega grande valor à empresa, sendo responsável por aprovar a sua estratégia. Ele fiscaliza o desempenho da alta administração e elabora um relatório sobre tal desempenho, dirigido aos acionistas. Uma cópia desse relatório é incluída no balanço anual da empresa. O Presidente do Conselho tem que ser outra pessoa que não o Presidente-Executivo – este último ficando encarregado de selecionar os membros da diretoria executiva. O mercado é oportunamente mantido informado sobre tais questões importantes, por meio da publicação Fatos Relevantes. Finalmente, do ponto de vista organizacional, o Comitê de Governança Corporativa fica responsável pela elaboração e fiscalização dos programas de governança da Ferreyros.

Para garantir qualidade e transparência nas informações, existe um Departamento de Auditoria Interna que se reporta ao Conselho. Os demonstrativos financeiros são auditados por uma firma especializada escolhida pelo Conselho – que assim faz uso dos poderes que lhe são atribuídos pela Assembléia de Acionistas. A esse respeito, a política de contrato adotada dispõe sobre as renovações anuais de contrato e sobre a extensão de sua vigência por até 5 anos, exigindo-se para isso uma avaliação mais minuciosa do nível de satisfação dos clientes atendidos e, de todo modo, um rodízio de auditores associados e/ou contratados. Como recomenda a boa governança corporativa, a empresa evita contratar a firma de auditoria externa para executar outros serviços que não a auditoria dos demonstrativos financeiros. Serviços de consultoria em questões jurídicas e fiscais são prestados por outras firmas, não relacionadas àquela. Os auditores externos prestam contas ao Conselho.

A empresa adotou um “Código Interno de Conduta para assegurar conformidade com as obrigações resultantes do registro de títulos junto ao Cadastro Público do Mercado de Valores”. Essas regras refletem a política de abertura e de melhores práticas de divulgação adotada pela empresa. O código estabelece os procedimentos internos para permitir que o representante da companhia no mercado de ações divulgue fatos relevantes ao mercado dentro do tempo requerido. Este mesmo Código de Conduta estabelece a política da empresa para negociação de ações, indicando as obrigações e procedimentos a serem seguidos pelos membros do Conselho, altos executivos, funcionários e assessores que lidam com informações privilegiadas. O Código de Conduta da empresa proíbe expressamente a utilização indevida e a divulgação não autorizada de informações internas, e penaliza quaisquer negociações nelas baseadas.

A empresa notifica o mercado a respeito de eventos importantes um dia após eles terem ocorrido. Também emite demonstrativos financeiros trimestrais e balanços auditados anuais. A Ferreyros começou a publicar suas informações trimestrais juntamente com os resultados financeiros muito antes que qualquer lei exigisse tal divulgação, e antes que os princípios de governança corporativa comessem a ser voluntariamente adotados no Peru. Desde 2004, a Ferreyros inclui em seu relatório anual uma declaração sobre seu grau de conformidade com os princípios de governança corporativa.

A Ferreyros disponibiliza seu relatório anual nas suas páginas da *web* acessíveis ao público. A estrutura de participação acionária da empresa é também divulgada, sendo listados aqueles acionistas que têm mais de 5%, não só em seu *website* como também no *website* da Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores do Peru (CONASEV, órgão regulador do mercado de capitais peruano). Qualquer alteração no controle acionário é imediatamente reportada. O número de acionistas dentro de cada fatia de participação acionária (mais de 5%, entre 1 e 5%, menos de 1%) também é indicado no relatório anual. Não existe qualquer acordo entre blocos de acionistas.

Em caráter privado, a empresa participa de reuniões com investidores institucionais, organizadas por bancos de investimentos, além de fazer uma apresentação anual aos administradores dos fundos de pensão peruanos (que são os mais importantes investidores institucionais daquele país). Segundo estes mesmos moldes, ela realiza também reuniões individuais com investidores institucionais, por solicitação destes últimos ou quando colocações estão para ser feitas no mercado.

Em 1997, os acionistas da empresa aprovaram a política de dividendos proposta, que é observada a cada ano quando os acionistas aprovam a divisão dos lucros referentes ao exercício. A política de dividendos da empresa declara que os dividendos em dinheiro chegarão no máximo a 5% do capital ou a um teto igual a 50% dos lucros livremente disponíveis. O restante será capitalizado e distribuído como dividendos em ações. Com relação aos acionistas minoritários, a empresa despense seus

melhores esforços para notificá-los sobre quaisquer quantias a receber em dinheiro e/ou em ações.

Desde 2001, a Ferreyros tem assumido um papel de liderança na área de governança corporativa, avançando as melhores práticas no país como um todo. Ela tem feito isso por meio de sua ativa participação na Procapitales – uma associação que promove a governança corporativa e que tem contribuído para a elaboração dos “Princípios de Governança Corporativa para Empresas Peruanas”, tendo à frente a CONASEV.

O público e a comunidade empresarial reconhecem o sucesso obtido pela Ferreyros na implementação da boa governança. Os executivos da empresa recebem convites para falar sobre sua experiência em pelo menos dois seminários por ano. A mais recente expressão de reconhecimento veio sob a forma do prêmio pelo “Melhor Tratamento Dispensado aos Acionistas”. A Ferreyros recebeu a honraria da Procapitales e da Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, em maio de 2006.

O próximo passo na direção do aprimoramento da governança na Ferreyros será o lançamento de um programa para avaliação do Conselho e do Presidente-Executivo.

Resultados

As bem-sucedidas emissões da Ferreyros nos mercados de valores peruanos, assim como o histórico de grande demanda por suas ações, podem ser em grande parte atribuídos à sua estratégia corporativa, que combina eficientes planos de sucessão com a adoção de um modelo de negócios baseado na gestão profissional e no mais alto apreço pelos princípios de governança corporativa. Para a Ferreyros, isto significa fazer as mudanças necessárias para:

- Defender os direitos dos acionistas;
- Assegurar tratamento igual a todos os acionistas;
- Prover acesso irrestrito a informações;
- Garantir a transparência, qualidade e divulgação oportuna das informações; e
- Estabelecer um Conselho de Administração profissionalmente qualificado e eficiente.

De acordo com as normas contábeis peruanas, as vendas líquidas da empresa no primeiro semestre de 2006 atingiram US\$ 221 milhões, o que representa um crescimento de 43,6% relativamente ao mesmo período do ano anterior. A receita líquida pulou de US\$ 3.1 milhões no primeiro semestre de 2005 para US\$ 14,5 milhões este ano, em um estonteante salto de 376% em relação ao mesmo período do ano passado. O EBITDA no primeiro semestre de 2006 foi de US\$ 30 milhões, em contraste com os US\$ 15,4

milhões registrados no mesmo período do ano precedente. Isto representa um aumento de 96% em um ano.² Outros números financeiros são apresentados a seguir:

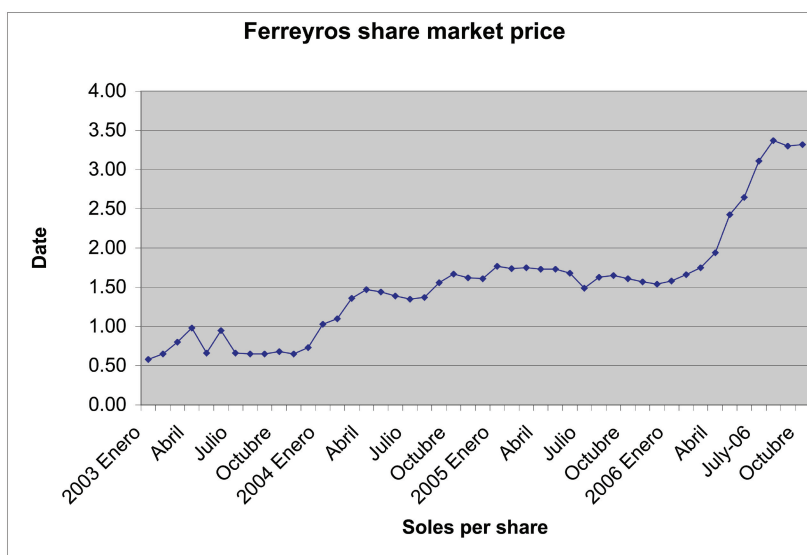
■ **Receitas operacionais líquidas:**

- 2004 – 929 milhões de Nuevos Soles / US\$ 282 milhões;
- 2005 – 1.115 milhões de Nuevos Soles / \$338 milhões;

■ **Custos e despesas líquidos:**

- 2004 – 169,8 milhões de Nuevos Soles / US\$ 51,5 milhões;
- 2005 – 168,6 milhões de Nuevos Soles / US\$ 51 milhões.

Ao longo de seus 84 anos de existência, a Ferreyros tem testemunhado e atravessado muitas crises econômicas no Peru – uma situação comum em toda a região. Por mais de uma vez, viu seus concorrentes e clientes abandonarem o mercado. A sólida base de boa governança da Ferreyros – fundamentada no acesso às fontes de capital, em valores e estratégias claramente definidas, e em uma administração profissional capaz de responder aos desafios de um ambiente mutante – tem permitido que ela sobreviva a períodos de turbulência econômica, retomando sempre o caminho do crescimento. A história recente mostra que a Ferreyros recuperou-se consideravelmente após a crise econômica de 1998-2001 no Peru. Depois de ver suas vendas caírem a um nível pouco acima de US\$ 200 milhões, assistiu em seguida ao crescimento de suas vendas líquidas, que encerraram 2005 no nível de US\$ 330 milhões. O preço das suas ações também tem mostrado uma evolução muito favorável, como indicado no quadro abaixo.



² Todos os valores aqui expressos em USD são aproximados, e não refletem com precisão as flutuações da moeda. Estes são os novos números relativos às vendas no Peru, no primeiro trimestre de 2006, denominados em dólares dos EUA, e calculados com base nas taxas de câmbio de junho de 2006.

Para concluir, a Ferreyros considera a governança corporativa como sendo um processo, uma jornada, e não um destino final. Por esta razão – e mesmo estando ciente do significativo progresso que alcançou, bem como do fato de ser percebida como uma líder – ela ainda se mantém firmemente compromissada com a continuada implementação das melhores práticas em governança.

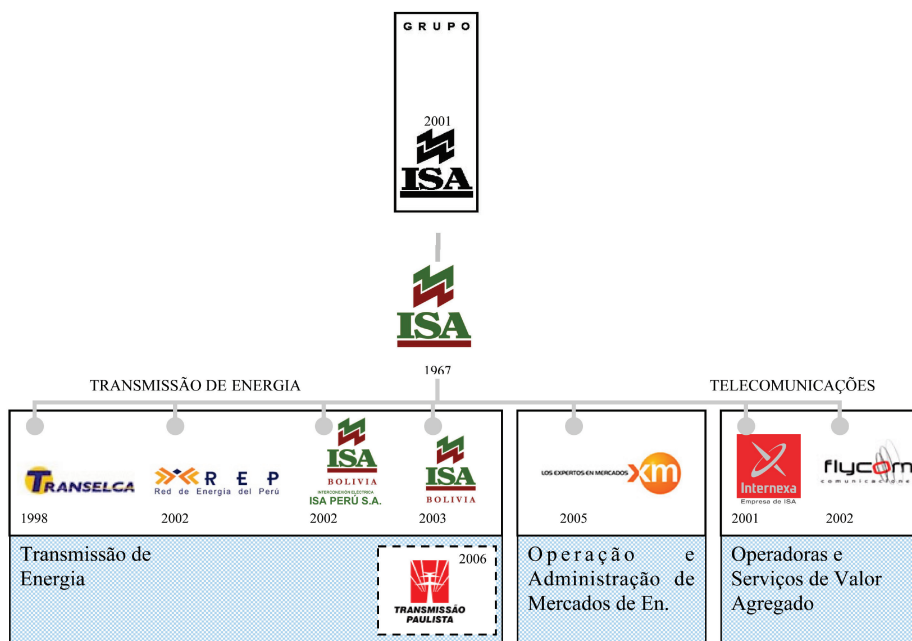


INVIRTIENDO MÁS EN LA VIDA
ISA ENERGÍA Y TELECOMUNICACIONES

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Fundado em 1967, o Grupo ISA é a maior empresa de transmissão de energia da Colômbia, e uma concessionária pública de propriedade mista. Originalmente ela se estabeleceu como uma empresa 100% estatal, projetada para conectar as várias redes de transmissão que existiam naquele país, na época. Como será detalhado mais adiante, ela abriu seu capital em fevereiro de 2001, como parte de seu contínuo e bem-sucedido processo de introduzir boas práticas de governança corporativa – processo este que tem contribuído significativamente para o crescimento e rentabilidade da empresa. Trinta e nove anos após sua criação, a ISA hoje é dona de 36.307 km de redes, tendo-se tornado uma das maiores companhias internacionais de transmissão de energia a operar nas Américas Central e do Sul.

Através da Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (a empresa controladora do grupo) e da TRANSELCA, a ISA é proprietária de 84% das redes de transmissão de 220 kV ou mais, na Colômbia. Além disso, por intermédio de sua afiliada XM Compañía de Expertos en Mercados, ela é responsável pela operação do sistema de transmissão nacional, pelo gerenciamento do mercado atacadista de energia, e por gerir as transações de energia com o Equador. Através da Red de Energía de Peru (REP), da ISA Peru e do consórcio Transmantaro, a empresa é dona de 83% da rede nacional peruana. Na Bolívia, através da ISA Bolívia, a ISA tem 51% da rede nacional. No Brasil, a ISA detém 50.1% das ações ordinárias da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP, que por sua vez é proprietária de 18% da rede nacional brasileira. A empresa provê também conexões internacionais entre a Colômbia e a Venezuela, entre a Colômbia e o Equador, e entre o Peru e o Equador. A ISA tem 12,5% de participação acionária na Empresa Propietaria de la Red (EPR), da América Central, companhia responsável pelo projeto, construção, montagem, *start-up*, operação e manutenção do Projeto SIEPAC, uma rede de linhas de transmissão de 230 kV que se estende por um total de 1.830 km. Ela é ainda proprietária de duas empresas de telecomunicação na Colômbia: a Internexa e a Flycom Comunicaciones. A Internexa, por sua vez, detém 50% de participação acionária na Transnexa S.A. EMA, Empresa Binacional Andina de Telecomunicaciones del Ecuador. A estrutura do Grupo ISA é apresentada a seguir:



Visão Geral da Empresa

A República da Colômbia é o acionista majoritário da ISA, detendo 59% das ações em circulação. No momento, 28,19% das ações estão em mãos de investidores privados, sendo tidas como *free float*. Tais ações não carregam o direito a *tag-along* (concessão de iguais direitos a todos os acionistas) no caso de uma venda de participação pelo governo:

Acionistas	Número de Ações em 31 de Julho-2006	%
Investidores Tradicionais	689.590.319	71,807%
República da Colômbia	569.472.561	59,299%
Empresas Públicas de Medellín (EPM) – maior concessionária de energia da Colômbia	102.582.317	10,682%
Empresa de Energía de Bogotá (EEB) – companhia elétrica de Bogotá	17.535.441	1,826%
Investidores Privados	270.751.364	28,193%
Indivíduos	131.420.780	13,685%
Investidores Institucionais	107.709.722	11,216%
Corporações	17.983.484	1,873%
Fundos de Investimentos Estrangeiros	8.919.778	0,928%
Programa de ADRs da ISA	4.717.600	0,491%
Total	960.341.683	100%

Por meio do programa “ISA Acciones Para Todos”, 62.016 acionistas puderam comprar 13,33% das ações da empresa por um valor total igual a US\$ 60 milhões, após sua primeira oferta pública de ações, ocorrida em 2001. Isto fez da ISA a primeira concessionária de serviço público a ser registrada na Bolsa de Valores da Colômbia, e a segunda maior no país em número de acionistas.

O principal fator que explica o sucesso da emissão de ações pela ISA é a “Declaração da Nação em sua condição de Acionista Majoritário da ISA”, assinada pela República da Colômbia em 15 de dezembro de 2000. Essa declaração visava proteger os interesses dos acionistas minoritários em questões cruciais como política de dividendos, mecanismos de liquidez de ações, e representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, entre outras. O documento marcou o primeiro passo dado no sentido da adoção de boas práticas de governança corporativa na Colômbia.

Seguindo-se ao sucesso da iniciativa de “Ações da ISA Para Todos”, novas emissões aconteceram em 2002, atingindo um valor total de US\$ 62 milhões. Como resultado dessas emissões, 90.000 investidores agora detém 24,3% das ações da empresa, o que fortalece a posição da ISA no mercado de capitais. Com vistas a aumentar a transparência, implementar as melhores práticas globais de governança corporativa e atrair mais acionistas, a ISA registrou-se no Nível 1 de ADRs nos Estados Unidos, em 2003.

A ISA tem 661 empregados. Sua capitalização de mercado era de US\$ 2,3 bilhões em 30 de junho de 2006. Em 31 de dezembro de 2005, sua capitalização de mercado era de US\$ 2,2 bilhões, 120% acima do valor registrado em 31 de dezembro de 2004, quando atingira US\$ 1 bilhão.

Governança Corporativa

A ISA atribui grande importância a seus acionistas. Em 15 de novembro de 2001, ela adotou um Código de Governança Corporativa baseado em normas internacionais, que visava assegurar a integridade ética da empresa e a gestão adequada de seus negócios. Os objetivos do código são:

- Propiciar um ambiente de respeito para seus investidores;
- Estabelecer um modelo de gestão aberta para garantir a transparência de suas operações e negociações; e
- Desenvolver sistemas e mecanismos para o monitoramento adequado e preciso dos seus controles de gestão.

O código reuniu e deu novo impulso ao desenvolvimento das práticas, medidas e mecanismos de controle de gestão já existentes na empresa havia muitos anos. É importante ressaltar que todas as subsidiárias do Grupo ISA que emitem títulos nos mercados da Colômbia, Peru e Brasil estão em total conformidade com as políticas de governança corporativa atualmente aplicadas em cada um desses países.

O Conselho de Administração da ISA possui sete membros, sendo cada um deles eleito com base em critérios de aptidão, conhecimento, experiência e liderança. Cada

membro tem um suplente. Todos os membros do conselho, juntamente com seus suplentes, participam das reuniões. Quatro dos membros – bem como seus suplentes – são independentes. O Presidente do Conselho, também independente, representa os acionistas minoritários. Três comitês institucionais apoiam o trabalho do conselho: o Comitê do Conselho, o Comitê de Novos Negócios e o Comitê de Auditoria. O conselho pode também estabelecer comitês temporários para estudar, analisar ou investigar casos específicos. Na ISA, os cargos de Presidente-Executivo e Presidente do Conselho são ocupados por pessoas diferentes.

O Presidente-Executivo é eleito pelo conselho com base em critérios de aptidão, conhecimento, experiência e liderança. Ele é avaliado anualmente pelo conselho quanto ao progresso obtido no sentido de se alcançar os objetivos estabelecidos no Plano Estratégico da empresa. Ao longo de todos os seus 39 anos de história, a ISA teve apenas cinco presidentes executivos – um feito excepcional entre empresas de propriedade parcialmente estatal.

A Assembléia de Acionistas estabelece a remuneração do conselho, estipulando um remuneração fixa equivalente a três salários mínimos oficiais (US\$ 530) para cada reunião a que cada membro comparece. Através de seu Comitê do Conselho, o Conselho de Administração define a remuneração da alta administração, que tem dois componentes: um salário mensal fixo e bônus vinculados a desempenho e alcance de metas. Os montantes pagos ao Conselho de Administração e à Direção Executiva são divulgados ao mercado em uma base coletiva. A ISA não oferece opção de compra de ações a seus executivos, funcionários ou membros do conselho.

Os Auditores Externos da ISA prestam contas ao Conselho de Administração e ao Comitê de Auditoria, enquanto que o Chefe de Auditoria Interna se reporta ao Presidente-Executivo e ao Comitê de Auditoria.

Para a ISA, a governança corporativa não é nem uma moda nem uma tendência passageira. A empresa vem trabalhando no sentido de instilar em seus empregados e altos executivos a seriedade e importância dos direitos e obrigações consistentes com as boas práticas de governança corporativa, no longo prazo. Tal compromisso é também incorporado aos estatutos e políticas que regem as operações diárias da empresa. O reconhecimento do comprometimento da ISA com a boa governança teve expressão recente no prêmio que a empresa recebeu da ANDESCO (Associação Colombiana de Concessionárias Públicas) em 2006. O Conselho Geral da companhia está encarregado de cuidar das políticas e práticas de governança corporativa adotadas na ISA.

A melhor maneira de demonstrar ao mercado, aos acionistas, clientes e outras partes interessadas que a ISA está seriamente empenhada em adotar e manter boas práticas de governança é mostrar-se fiel aos seguintes compromissos assumidos:

- **Divulgação de Informações:** Em cada Assembléia de Acionistas, é apresentado um relatório de avaliação do desempenho do conselho e do presidente-executivo, juntamente com um relatório de conformidade com o Código de Governança e todos os demais relatórios estatutários.
- **Centro de Atendimento ao Acionista:** A ISA conta com um centro de atendimento ao acionista, encarregado de prestar atendimento aos acionistas e de responder a suas solicitações. Isto é feito através dos seguintes canais:
 - Escritórios de atendimento ao acionista localizados em Medellín e Bogotá, que proveram assistência a 278 acionistas em 2005, tendo além disso recebido 781 chamadas telefônicas naquele ano;
 - Linha gratuita de auxílio ao acionista, que recebeu 55.292 chamadas em 2005 (uma média de 219 chamadas por dia);
 - Serviço de E-mail: 1.348 solicitações feitas por acionistas da empresa através de e-mail em 2005;
 - Pelo menos duas vezes por ano, os acionistas recebem uma publicação com informações sobre os resultados e conquistas da empresa, seu desempenho no mercado e outros assuntos de interesse. Quinze (15) documentos foram publicados em 2005 – nove relatórios mensais e seis impressos contendo novos itens relevantes; e
 - Reuniões trimestrais mantidas com analistas do mercado de valores e investidores institucionais atuantes nas três principais cidades da Colômbia (Bogotá, Cali e Medellín), com o propósito de fornecer informações relativas à gestão e aos resultados financeiros da ISA.
- **Informações Fornecidas ao Público:** Os investidores e o público em geral podem acessar as informações financeiras da ISA em seu *website*. Essas informações são atualizadas trimestralmente e são as mesmas apresentadas ao conselho. Elas cobrem questões tais como resultados financeiros, relatórios de débitos, garantias emitidas, avaliações de risco de crédito, relatórios apresentados ao US SEC (Securities and Exchange Commission, órgão regulador dos Estados Unidos), participação acionária, tendências das ações, datas de pagamentos dos dividendos, ataques terroristas contra torres de transmissão, novos projetos, membros do conselho, relatórios de inspeção fiscal e de avaliação de riscos.
- **Mecanismo de Monitoramento do Código:** A ISA desenvolveu uma ferramenta de TI que permite ao público verificar, via *website*, o nível de conformidade e de implementação de cada um dos compromissos e atividades estabelecidas no Código. Isto assegura transparência e prestação de contas pelos funcionários com relação às práticas de governança corporativa.

Atualmente, a ISA se encontra em processo de atualizar seu Código de Governança Corporativa.

Resultados

Segundo o CO GAAP, em 2005 o Grupo ISA registrou um faturamento total de US\$ 472 milhões, um EBITDA de US\$ 307 milhões, receitas operacionais de US\$ 214 milhões e receita líquida de US\$ 88 milhões. A margem do EBITDA da empresa foi de 65%, com margem líquida de 18,6%. Em junho de 2006, os ativos da ISA totalizavam US\$ 5,0 bilhões, com os passivos representando US\$ 2,3 bilhões, o que significava um patrimônio líquido de US\$ 1,3 bilhões. O histórico de resultados financeiros da ISA é apresentado abaixo:

■ Lucro líquido:

- 2004 – 140.015 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 59 milhões;
- 2005 – 187.179 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 82 milhões;

■ Receitas operacionais líquidas:

- 2004 – 712.206 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 298 milhões;
- 2005 – 708.281 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 310 milhões;

■ Custos e despesas operacionais:

- 2004 – 341.406 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 143 milhões;
- 2005 – 347.515 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 152 milhões;

■ Disponibilidade líquida:

- 2004 – 151.868 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 64 milhões;
- 2005 – 56.294 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 25 milhões; e

■ O caixa projetado, de acordo com o orçamento da ISA para o exercício de 2006, é de 3.237 milhões de Pesos Colombianos / US\$ 1,5 milhões.

Além dos resultados acima, os acionistas viram suas ações se valorizarem em mais de 80% de ano a ano, tendo recebido substanciais dividendos desde 2001. De modo especial, o preço das ações subiu 170%, passando de 2,090 Pesos Colombianos / US\$ 0,90 centavos, em 2004, para 5,650 Pesos Colombianos / US\$ 2,47, em 2005. Os acionistas receberam dividendos totalizando US\$ 40,9 milhões para o exercício de 2005. Isto é consistente com a política de dividendos da ISA, a qual requer que pelo menos 70% dos lucros distribuíveis de cada período retornem aos acionistas como dividendos.



Marcopolo

A Marcopolo S.A. fabrica carrocerias de ônibus e seus componentes. A empresa é líder de mercado no Brasil, com aproximadamente 43% de participação, enquanto que sua participação no mercado mundial é de 6% a 7%. A capitalização de mercado era de aproximadamente US\$ 362 milhões em 30 de junho de 2006, o que representava 25% a mais do que o valor registrado em 31 de dezembro de 2004 (US\$ 290 milhões). As ações da Marcopolo são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, onde foram listadas pela primeira vez em 1974. Em 2002, a Marcopolo tornou-se a primeira companhia industrial a ter suas ações listadas no Nível 2 do Segmento de Governança Corporativa da BOVESPA. As ações da Marcopolo não estão incluídas em nenhum índice de ações.

A Marcopolo foi fundada em 1949. Sua sede se localiza em Caxias do Sul, cidade do Estado do Rio Grande do Sul. A história de sucesso e a expansão global da Marcopolo estão integralmente associadas à sua estratégia de negócios de adotar boas práticas de governança corporativa. A expansão e o crescimento da Marcopolo, que passou da condição de uma empresa de controle essencialmente familiar e receitas em boa parte provenientes do mercado doméstico, para tornar-se um conglomerado gerenciado profissionalmente e que opera internacionalmente, com propriedade dispersa e vendas em todo o mundo, foram alcançadas mais rápida e eficazmente com a adoção de práticas e estruturas de governança corporativa que a empresa solidificou a partir no início do ano 2000.

Da Propriedade e Controle Gerencial Familiar Para a Propriedade Dispersa e Supervisão Ampliada do Conselho

Paulo Bellini, atual Presidente do Conselho, é um dos sócios fundadores. Em meados dos anos 60, José A. F. Martins e Valter Gomes Pinto uniram-se à empresa. O Sr. Raul Tessari, por sua vez, juntou-se à Marcopolo em meados dos anos 70. Os quatro se tornaram membros do grupo controlador. Atualmente, Bellini, Martins e Pinto controlam a empresa por meio de um acordo de acionistas. Estes três acionistas, com suas famílias, juntos detêm aproximadamente 27% do capital total, aproximadamente 65% das ações com direito a voto, e 4,8% das ações preferenciais. Outros 27% do capital total da empresa estão nas mãos de investidores institucionais e o restante distribuído entre outros acionistas nacionais e estrangeiros. O *free float* (ações negociadas livremente em bolsa) da empresa representa 43,4% de seu capital total (incluindo ações com e sem direito a voto). A estrutura de participação acionária da Marcopolo é apresentada em detalhe no quadro abaixo.

MARCOPOLO S.A. - Estrutura de Participação Acionária - 30/06/2006						
Acionistas	Ações com direito a voto	%	Ações sem direito a voto	%	TOTAL	%
Grupo Controlador						
Paulo Pedro Bellini	12.312.569	28,83	2.295.102	3,29	14.607.671	13,00
Partibell - Part. Adm. Ltda.	2.920.329	6,84	-	0,00	2.920.329	2,60
José Antônio Fernandes Martins	5.241.788	12,28	751.409	1,08	5.993.197	5,32
JM Part. e Adm. Ltda.	1.279.054	2,99	-	0,00	1.279.054	1,14
Valter Antônio Gomes Pinto	4.685.954	10,98	109.678	0,16	4.795.632	4,27
Vate Part. e Adm. Ltda.	1.260.815	2,95	-	0,00	1.260.815	1,12
Subtotal Grupo Controlador	27.700.509	64,87	3.156.189	4,53	30.856.698	27,46
Subtotal Membros da Família	116.060	0,27	150.257	0,22	266.317	0,24
Subtotal Outros Acionistas Brasileiros	14.886.649	34,86	34.292.608	49,22	49.179.257	43,76
Subtotal Acionistas Estrangeiros	-	0,00	32.074.617	46,04	32.074.617	28,54
TOTAL	42.703.218	100,00	69.673.671	100,00	112.376.889	100,00
Proporção	38,00%		62,00%		100,00%	

O ano 2000 é considerado o momento da virada na história da governança corporativa na Marcopolo. Na época, o Conselho de Administração tinha apenas três membros e não era muito ativo pelo fato dos Conselheiros serem ao mesmo tempo os Diretores Executivos da companhia. Foi então que Raul Tessari, um dos controladores, manifestou o desejo de deixar seu cargo executivo e permanecer apenas no Conselho. Naquele mesmo ano, a Bradesco-Templeton, um ativo investidor institucional e importante acionista da empresa, queria um assento no Conselho, embora sua posição acionária não fosse suficiente para habilitá-la a eleger um membro. A conjugação entre o desejo do acionista Raul Tessari de passar a integrar o Conselho e a intenção da Bradesco-Templeton de participar junto com a Marcopolo e assim contribuir mais eficazmente na criação de valor levou a uma reestruturação do Conselho da empresa.

Na Assembléia Geral dos Acionistas de abril de 2001, os acionistas aprovaram o novo Conselho de Administração composto de seis membros, sendo três externos e dois deles considerados independentes, de acordo com a definição de “independência” estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Imediatamente, o novo Conselho começou a agir.

Em abril de 2002, já sob a égide da Nova Lei Brasileira das Sociedades Anônimas, os acionistas controladores da Marcopolo deram um belo exemplo de boas práticas

em governança corporativa. As então recentes emendas feitas à Lei das SA (que havia sido aprovada pelo Congresso em outubro de 2001) determinavam que, durante os seus primeiros cinco anos de vigência, os acionistas preferenciais poderiam eleger um membro do Conselho apenas dentre os componentes de uma lista de três candidatos apontados pelos acionistas controladores. No caso da Marcopolo, os acionistas controladores permitiram que os acionistas preferenciais elessem livremente seus representantes na diretoria, sem exigir adesão ao requisito mais restritivo em vigor.

Ainda em 2002, ocorreu um evento muito importante para a Marcopolo. Às vésperas das eleições gerais no Brasil, havia uma preocupação genuína sobre qual seria a política econômica adotada pelo candidato socialista à presidência, o Sr. Lula da Silva, que na época já liderava as pesquisas eleitorais. Dadas as circunstâncias, o Conselho entendeu que o passivo financeiro da Marcopolo se encontrava acima do nível considerado seguro e, assim, aprovou uma nova emissão de ações, visando prover à empresa uma reserva extra de liquidez.

Ficou claro para o Conselho que, para que aquela nova emissão de ações tivesse sucesso, ela teria que incluir proteções adicionais para os investidores. Diante disso, o Conselho aprovou a listagem das ações da Marcopolo no Nível 2 do Segmento de Governança Corporativa da BOVESPA, garantindo direitos de *tag-along* em 100% para as ações ON (com direito a voto) e em 80% para as PN (sem direito a voto). O compromisso com as boas práticas de governança corporativa e os sólidos fundamentos da empresa resultaram em uma oferta muito bem sucedida, que levantou R\$ 98,0 milhões (o equivalente a US\$ 25,0 milhões), a despeito do ambiente negativo para investimentos que prevalecia no Brasil à época. A oferta foi concluída uma semana antes do primeiro turno das eleições.

Em 2004, pouco tempo depois daquela bem sucedida emissão, Raul Tessari decidiu vender suas ações com direito a voto e, em consequência disso, deixou o grupo controlador e o Conselho. O novo Conselho, com uma composição aprovada de seis membros ficou responsável pelas políticas e práticas de governança corporativa da companhia. Dentre os componentes eleitos quatro deles foram indicados pelos controladores (3 internos e 1 externo) e dois externos independentes, indicados: um pelos minoritários e o outro pelos preferencialistas. Até onde se sabe, a Marcopolo é a única empresa brasileira na qual os acionistas minoritários têm mais representantes no Conselho Fiscal do que os acionistas controladores.

- Em 2005, o Conselho de Administração aprovou o Código de Ética da empresa, que incluía importantes aperfeiçoamentos quanto à proteção dos acionistas relativamente à divulgação não-autorizada de informações internas e outras práticas que possam ser interpretadas como de conflitos de interesses. Isto foi bem recebido em todos os níveis gerenciais da empresa. Além disso, foi criado um Conselho de Herdeiros para prepará-los – e à empresa –

para o processo de sucessão, envolvendo os fundadores/ membros do grupo controlador, seus herdeiros e executivos graduados da companhia. O Conselho também criou quatro comitês para auxiliá-lo no sentido de melhor desempenhar suas funções gerais e que são: Executivo; Auditoria e Riscos; Inovação e Estratégia; e Recursos Humanos e Ética.

- A Assembléia Geral Anual dos Acionistas de 2006 marcou outro importante passo em direção à plena adoção das melhores práticas de governança corporativa: Paulo Bellini retirou-se do cargo de Presidente Executivo, permanecendo apenas como Presidente do Conselho. José Rubens De La Rosa, um membro não-fundador (e que também não é membro das famílias controladoras), administrador profissional, foi nomeado como CEO.

Desempenho da Empresa baseado na Gestão Responsável e na Condução Transparente dos Negócios

A remuneração dos membros do Conselho e dos altos executivos (diretores) é composta por um salário fixo mensal e um bônus anual variável, estipulado com base em resultados. Dependendo de aprovação pela Assembléia Geral Anual de Acionistas, pode ser dada aos executivos uma opção de compra de ações baseada nos resultados e desempenho da empresa no ano. O valor da opção é deduzido do montante do bônus, e as ações correspondentes apenas estarão disponíveis na proporção de 1/3 por ano, dentro dos próximos três anos.

O montante geral dos salários mensais fixos a serem pagos aos executivos é determinado durante a Assembléia Geral Anual. Este valor total é divulgado na ata da Assembléia, que é publicada em diários oficiais, no *website* da empresa, etc. O limite estabelecido para o bônus variável cumulativo é indicado nos estatutos da empresa. O valor efetivo da remuneração auferida anualmente é divulgado em separado, nos demonstrativos financeiros da empresa.

A prática comumente seguida pela Marcopolo é a de fornecer ao público informações precisas em tempo hábil. Nos demonstrativos consolidados trimestrais e anuais, a discussão e a análise dos resultados das operações e da posição financeira, feitas pela Administração, bem como as informações relevantes sobre os eventos corporativos mais importantes, são extensivamente divulgadas e publicadas pela empresa e arquivadas junto à BOVESPA. Todos os demonstrativos financeiros são auditados por auditores externos independentes, de reconhecida competência. O parecer dos auditores externos é divulgado e publicado junto com os demonstrativos financeiros. Há um rodízio das firmas de auditoria externa contratadas, conforme manda a lei.

Registros sobre eventos relevantes, atas das assembleias e das reuniões do Conselho de Administração são publicados em diários oficiais, arquivados junto à BOVESPA e

disponibilizados no *website* da companhia. A empresa publica também seu calendário de eventos corporativos a cada ano. Teleconferências acontecem trimestralmente, e pelo menos uma vez por ano são realizadas reuniões públicas e apresentações em São Paulo, Rio de Janeiro e Porto Alegre, com o comparecimento de acionistas, potenciais investidores, analistas financeiros e outras partes interessadas.

A Marcopolo assinou com a BOVESPA um “Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” e, em função disso, fez as necessárias adaptações em seus Estatutos, tal como exigido pelos requisitos do Nível 2. As cópias do Acordo firmado entre os acionistas controladores, bem como as regras do Programa de Opção de Compra, são registradas junto à BOVESPA. A empresa divulga, em inglês, o conjunto completo de demonstrativos financeiros preparados de acordo com o US GAAP.

A empresa mantém adequados sistemas de controles interno, de modo a prover proteção para os seus ativos. Em julho de 2005, o Código de Conduta foi aprovado pela direção, e seu conteúdo divulgado a todos os empregados, os quais se comprometeram formalmente a observar e agir em conformidade com as regras de comportamento estabelecidas.

Bons Negócios em Combinação com Boa Governança Levam a Bons Resultados

A Marcopolo hoje oferece não apenas uma completa linha de produtos de carrocerias de ônibus, mas também serviços de projeto e engenharia nas instalações do cliente, customizando produtos para qualquer fabricante de chassis, sejam quais forem as suas especificações. Lealdade dos clientes, uma marca forte e mercado diversificado são características importantes dos negócios da Marcopolo. Flexibilidade de produção e capacidade instalada permitem à Marcopolo entregar grandes volumes de diferentes produtos em prazos curtos, a preços competitivos, com baixa utilização de capital e alto giro de estoques. A Marcopolo entrega produtos confiáveis e de qualidade.

A fabricação de uma carroceria de ônibus geralmente consome de 800 a 1.200 horas de trabalho. É, portanto, um processo de mão-de-obra intensiva. Por isso, é essencial contar com pessoal habilitado e motivado. A Marcopolo valoriza seu efetivo altamente qualificado, treinado e motivado. Ela hoje emprega aproximadamente 11.000 pessoas no mundo todo.

Como parte de seu plano estratégico, a Marcopolo havia decidido que se tornaria um *global player*. As razões para adoção dessa estratégia de expansão internacional estão ligadas às necessidades da empresa de:

- Crescer a uma taxa maior que a do mercado;
- Diversificar riscos econômicos e políticos;

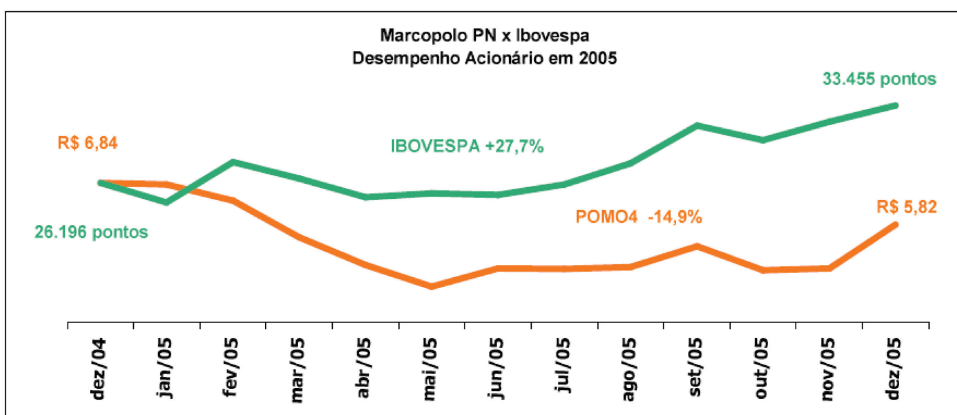
- Minimizar flutuações na produção global ligadas à volatilidade das demandas regionais;
- Beneficiar-se de economias de escala; e
- Aumentar o retorno dos investidores.

Traduzindo tal estratégia em plano de ação, no início dos anos 90, a empresa intensificou suas ações em direção à globalização, estratégia que foi acelerada nos últimos anos. Além das três fábricas de carroceria de ônibus localizadas no Brasil a Marcopolo, presentemente opera plantas industriais no México, na Colômbia, em Portugal e na África do Sul. No início deste ano, a companhia anunciou uma *joint venture* com a Ruspromauto, o maior fabricante de veículos da Rússia. Em maio de 2006 anunciou outra *joint venture*, desta vez com a Tata Motors, maior montadora de automóveis e caminhões da Índia. As exportações, somadas às receitas das operações da Marcopolo no exterior responderam por 55,5% das receitas totais da empresa em 2005, acima, portanto, dos 52,7% registrados em 2004.

Consolidando-se os resultados do mercado global, os resultados também são bastante expressivos. Os demonstrativos financeiros são elaborados de acordo com os BR GAAP e com o US GAAP. Um quadro resumido de seus mais recentes indicadores financeiros é apresentado abaixo:

- Lucro líquido:
 - 2004 – R\$ 85,0 milhões / US\$ 32,1 milhões;
 - 2005 – R\$ 82,0 milhões / US\$ 35,0 milhões;
- Receitas operacionais líquidas:
 - 2004 – R\$ 1.605 milhões / US\$ 605,7 milhões;
 - 2005 – R\$ 1.709 milhões / US\$ 730,3 milhões;
- Custos e despesas líquidos:
 - 2004 – R\$ 1.488 milhões / US\$ 561,5 milhões;
 - 2005 – R\$ 1.627 milhões / US\$ 695,3 milhões;
- Disponibilidade líquida:
 - 2004 – R\$ 186,1 milhões / US\$ 70,1 milhões;
 - 2005 – R\$ 115,4 milhões / US\$ 49,3 milhões.

O preço de cada ação da empresa estava em R\$ 6,84 (ou US\$ 2,58) em 31 de dezembro de 2004, tendo se alterado apenas marginalmente para R\$ 5,82 (ou US\$ 2,49) até 31 de dezembro de 2005.



Finalmente, a empresa sente muito orgulho pelo fato de que, o mercado, o segmento de ônibus do setor automotivo e o setor financeiro têm repetidamente demonstrado reconhecimento pelas conquistas da Marcopolo em seus negócios e em sua governança corporativa, como o ilustram as seguintes premiações:

- Prêmio de Melhor Programa de Investidores 2006, na categoria de empresas de pequeno e médio porte, concedido pela IR Magazine, revista que organiza um concurso anual em colaboração com a PR Newswire e com o Instituto Brasileiro de Relações com o Investidor (IBRI). A premiação tem por base os resultados de pesquisas feitas com 850 investidores e analistas de mercado, independentemente avaliados pelo Instituto Econômico Brasileiro e pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).
- Prêmio 2006 de Melhor Diretor Executivo de um Programa de Investidores, na categoria de empresas de pequeno e médio porte, concedido ao Sr. Carlos Zignani, da Marcopolo, escolhido pela IR Magazine em seu segundo concurso anual de Relações com os Investidores realizado no Brasil. (Ver acima os detalhes sobre o concurso e seus promotores).
- As 100 Melhores Empresas para se Trabalhar, edição de 2002, 2003 (4º lugar), 2004 e 2005; premiação conferida pela Revista Exame.
- Prêmio Empresa Cidadã em 2002 e 2004 – concedido pela Revista Exame.
- Prêmio Autodata de Responsabilidade Social 2003 – concedido pela Revista Autodata
- Empresa de maior reconhecimento no setor de autopeças, em 2003 – prêmio concedido pelo jornal DCI.
- As 100 Melhores Empresas para se Trabalhar na América Latina, em 2004 e 2005 – concedido pelo Great Place to Work Institute do Brasil.
- Prêmio de Comércio Exterior em 2004 e 2005 – concedido pela Associação Brasileira de Comércio Exterior.

Os Desafios Futuros da Marcopolo

A Marcopolo iniciou o ano de 2006 com uma sólida carteira de pedidos, acima de seus níveis históricos. Olhando para o futuro, há razões para um otimismo cauteloso quanto à demanda no mercado interno brasileiro, considerando-se que o Banco Central do Brasil pode acelerar o ritmo de redução da taxa básica de juros, usada como referência no país, possivelmente levando a uma pequena elevação na demanda doméstica. Um adequado fornecimento de crédito a taxas de juros razoáveis é essencial para o crescimento sustentável da empresa e para haver uma maior demanda no mercado. No lado internacional, a expectativa é de que a demanda permaneça estável.

A Marcopolo optou pela internacionalização como uma maneira de consolidar seu crescimento. Esta estratégia inclui um repensar das possibilidades abertas para o aumento das exportações e para a produção pela Marcopolo de peças e componentes no exterior. Mas a expansão internacional coloca certos desafios para a empresa, principalmente no que diz respeito a recursos humanos. Ademais, existem ainda outros desafios ligados à manutenção da competitividade e à estabilidade do ambiente de negócios. Para garantir sua competitividade e minimizar os impactos adversos de eventuais grandes mudanças nos mercados ou nas políticas adotadas, a empresa pretende redobrar seus esforços de gestão e controle de custos, tendo já diversificado seus mercados e sua carteira de clientes, de modo que nenhum deles representa isoladamente mais que 5,0% das vendas. Este grande esforço realizado pela Direção Executiva poderá levar a margens maiores no futuro.

O acordo de acionistas atualmente em vigor expira em 2007. Sua renovação é um fator importante para os investidores. A sucessão na direção da empresa ainda é uma questão em aberto, visto que os planos a respeito não estão ainda claramente definidos. Os estatutos da empresa precisam ser modernizados para incorporar conceitos aprimorados de governança corporativa. Os comitês do Conselho, recentemente criados, ainda estão em uma fase marcadamente de aprendizagem, mas seus resultados deverão se tornar evidentes em futuro próximo. A forte cultura corporativa e o envolvimento dos acionistas controladores nas operações da empresa são fatores importantes que deverão ditar o ritmo dos avanços futuros da Marcopolo na área de governança corporativa.



Natura

Nas reuniões de negócios com os fundadores da Natura – Antônio Seabra, Guilherme Leal e Pedro Passos – uma pergunta era sempre levantada: “Quando a companhia irá lançar ações no mercado?” A empresa começou com uma pequena loja, no final dos anos 60, utilizando um capital inicial equivalente ao preço de um fusquinha na época. Por volta do ano 2000, a empresa estava estabelecendo novos padrões para o seu setor e para a cultura empresarial nacional. Hoje a Natura tem 4.128 empregados.

A Natura já era considerada um caso de sucesso. Já era líder de seu setor de atividade, como uma das cinco mais valiosas marcas brasileiras, e exibia crescimento consistente tanto em termos de margens de vendas quanto de EBITDA.

O que iria coroar todo esse sucesso, aos olhos do mercado? A abertura de seu capital. Mas uma IPO (*Initial Public Offering*, ou oferta inicial de ações) não era uma opção tão óbvia assim. A empresa gerava caixa suficiente para manter e expandir seus negócios. O modo como os acionistas controladores geriam a empresa inspirava confiança no mercado, atraía bons funcionários e encantava os consumidores. Quem poderia querer mais? Resposta: os exigentes fundadores da Natura.

A decisão de abrir o capital não se fundamentava em alguma necessidade financeira, mas em um profundo desejo de perpetuar não apenas os negócios da Natura, mas também o seu estilo de fazer negócios. Por muitos anos, o sucesso financeiro foi apenas parte da missão da Natura. A empresa se orientava por três critérios fundamentais na avaliação de seu próprio desempenho: responsabilidade corporativa social, ambiental e resultados financeiros. Os donos da Natura queriam ter certeza de que esse modo de gerir a empresa iria sobreviver a eles.

Então a Natura lançou suas ações na bolsa de valores, abrindo com isso uma nova era para os mercados de capitais brasileiros. A bem sucedida IPO da empresa era um sinal de que o mercado receberia bem boas empresas e boa governança, mesmo quando a economia enfrentava tempos difíceis.

O Início

A Natura é a líder brasileira no setor de cosméticos, perfumaria e produtos de higiene pessoal. Seu compromisso com a qualidade de seus relacionamentos com as partes interessadas permitiu que a Natura estabelecesse um modelo de desenvolvi-

mento sustentável em negócios, focado na constante inovação e melhoria de seus produtos.

Desde sua fundação em 1969, a Natura tem mantido uma visão apaixonada de seus produtos. A empresa enxerga no aprendizado sobre cosméticos uma maneira de se adquirir auto-conhecimento, com poder transformador na vida das pessoas.

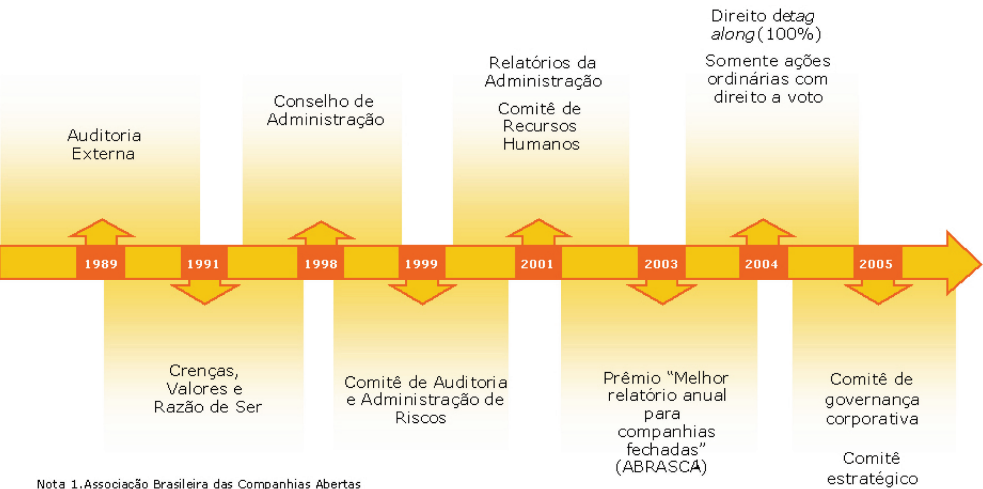
Dez anos mais tarde, a empresa fez uma opção por vender seus produtos diretamente a seus clientes – uma estratégia que provou ser uma das principais razões de seu continuado sucesso. A empresa cresceu consistentemente durante os anos 80, e então passou por um amplo processo de reestruturação.

Em meados dos anos 90, a Natura se lançou no mercado externo, abrindo centros de distribuição em países vizinhos como a Argentina, o Chile e o Peru.

O assim chamado terceiro ciclo da empresa iniciou-se no ano 2000. A Natura passou a receber enormes investimentos em infra-estrutura e treinamento. Construiu-se um vasto complexo de instalações industriais, escritórios, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e centros de lazer. A empresa lançou também sua linha Ekos, um novo conceito em produtos gerados a partir da flora e da biodiversidade da Região Amazônica, exploradas de modo sustentável.

Caminhando Firme na Direção da Governança Corporativa

A Natura descreveu uma história substantiva em sua trajetória rumo à adoção de boas práticas de governança. Desde o começo, seus três comandantes enfocaram seus esforços na perpetuação da empresa. Eles decidiram implementar ações que aumentassem a credibilidade da empresa no mercado, alavancando seu desempenho por meio de um gerenciamento desafiador e, acima de tudo, construindo um ambiente corporativo democrático e participativo.



Nota 1. Associação Brasileira das Companhias Abertas

Quando a Natura afinal se decidiu por abrir seu capital, a empresa já tinha percorrido um longo caminho no sentido da implementação de boas práticas de gestão, tendo montado uma plataforma de governança muito bem estruturada. Seus balanços financeiros eram preparados de acordo com o US GAAP, seu Conselho de Administração incluía conselheiros externos, com o Comitê de Auditoria sendo também presidido por um conselheiro externo, e fora estabelecido um departamento de relações com os investidores.

Ao decidir em qual bolsa deveria listar suas ações, a escolha da Natura foi clara: ela optou por aderir voluntariamente aos requisitos de listagem do Novo Mercado, que era o segmento especial de governança corporativa mais exigente da BOVESPA, a Bolsa de Valores brasileira. No Novo Mercado, as empresas concordam em adotar práticas de governança que vão além das exigências regulatórias brasileiras, oferecendo maior transparência e fortalecendo os direitos dos acionistas minoritários. As empresas do Novo Mercado somente podem emitir ações com direito a voto, e têm de garantir *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia) aos acionistas minoritários, ou seja, o direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia.

Um Momento Decisivo para os Mercados de Capitais Brasileiros

As ações da Natura foram lançadas no Novo Mercado em maio de 2004 – uma época difícil para a economia brasileira e para os mercados globais. O índice BOVESPA havia caído 14% em dólares, e mesmo o índice Dow Jones recuara 3%. Mas o mercado demonstrou que podia reconhecer valor em uma empresa sólida, que contava com boa governança e que, portanto, representava menos risco para os investidores.

A IPO da Natura foi um sucesso, atraindo cerca de 5.000 investidores, e a demanda por ações foi de 14 vezes o volume ofertado. Tal demanda ajudou a elevar o preço das ações no *aftermarket*, resultando em ganhos de 18% logo no primeiro dia. Mesmo antes da IPO, a demanda por ações da Natura parecia forte. Durante uma pré-IPO, em um *road-show* internacional, o número de pedidos (174) foi maior do que o número de investidores visitados (170). A IPO da empresa, a primeira ocorrida no Brasil desde janeiro de 2002, também sinalizava o início de um renascimento do mercado de ações no país. A IPO foi seguida em maio de 2004 por uma segunda oferta, que levantou R\$ 768.120.636,00.³

³ Faz parte da política da Natura preparar e publicar todos os seus dados financeiros somente em moeda brasileira. Assim, todos os valores neste artigo estão expressos em Reais. No entanto, para referência dos leitores de outros países, apresentamos abaixo as taxas de câmbio (em relação ao dólar dos EUA) registradas para as datas especificadas (fonte: The World Bank Integrated Controller's Systems):

- Maio de 2004 – 2,9150;
- 31 de dezembro de 2004 – 2,6915;
- 31 de dezembro de 2005 – 2,3325;
- 15 de agosto de 2006 – 2,1595.

Atualmente, 73,5% das ações da Natura permanecem em mãos dos controladores, enquanto que 23,9% estão com investidores institucionais e 2,7% com investidores privados não-institucionais. O *free float* (ações negociadas livremente em bolsa) total é de 26,5%. Estes números não incluem suas 1.480.850 ações em tesouraria.

A Governança na Natura Hoje

Atualmente, o Conselho de Administração da Natura é composto de 5 conselheiros, 2 dos quais são conselheiros externos. Os cargos de Presidente do Conselho e de Presidente-Executivo são separados. Para ajudar o Conselho a executar suas funções, foram estabelecidos quatro comitês: de Estratégia, de Governança Corporativa, de Auditoria, Risco e Finanças, e de Recursos Humanos.

A empresa e suas subsidiárias pagam à direção e aos membros do Conselho uma remuneração mista, combinando uma parcela fixa e outra variável. O componente variável é baseado em metas econômico-financeiras, sociais e ambientais, sendo os objetivos específicos estabelecidos no início de cada ano pelo conselho de administração. Além disso, são também oferecidas à alta administração opções de compra de ações. A remuneração total é publicada no Relatório Anual da empresa.

A empresa divulga trimestralmente seus relatórios de resultados, realizando também regularmente teleconferências com analistas do mercado financeiro. Os demonstrativos são preparados de acordo com as leis societárias brasileiras e com as melhores práticas de divulgação de informações. O Departamento de Relações com Investidores realiza várias reuniões por ano com analistas e investidores, com o propósito de discutir os resultados dos negócios e os acontecimentos relevantes nos mercados de produtos.

O secretário de governança corporativa da Natura se reporta ao Conselho de Administração e é responsável pelas seguintes funções, importantes do ponto de vista da governança:

- Facilitar a interface entre a diretoria executiva e o Conselho de Administração;
- Ajudar a planejar a agenda anual do Conselho de Administração e definir a agenda de cada reunião do Conselho; e
- Como membro do Comitê de Governança Corporativa do Conselho de Administração, propor melhorias no sistema de governança corporativa da Natura e coordenar a implementação das melhorias aprovadas pelo Conselho.

A liderança da Natura em governança corporativa é amplamente reconhecida pelo mercado. Em 2005, a Natura conquistou importantes prêmios e expressões de reco-

nhecimento, incluindo o prêmio de Empresa Brasileira Mais Admirada (concedido pela revista Carta Capital e pela Interscience) e o Prêmio de Relatório Social da ABRASCA.

Resultados

O compromisso da Natura com seus investidores, suas práticas de governança confiáveis, e sua profunda preocupação com o desenvolvimento sustentável, tudo isso levou a extraordinários resultados operacionais. Suas vendas cresceram 33% em 2004 e 117% ao longo de três anos, com os valores passando de aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em 2001 a cerca de R\$ 2,5 bilhões em 2004. Suas operações no restante da América Latina também evoluíram consistentemente, apresentando um crescimento, em dólares, de 52% em 2004 e de 107% ao longo de três anos, passando de US\$ 11,6 milhões em 2001 a US\$ 24,1 milhões em 2004. Sua participação no mercado doméstico cresceu de 17,1% em 2003 para 19,2% em 2004 e para 21,4% em 2005. O lucro líquido da Natura subiu mais de 32% de um ano para o outro, passando de R\$ 300 milhões em 2004 a R\$ 397 milhões em 2005. Outras informações financeiras também retratam um crescimento expressivo, como indicado abaixo:

■ Receitas operacionais líquidas:

- 2004 – R\$ 1.770 milhões;
- 2005 – R\$ 2.282 milhões;

■ Custos e despesas líquidos (COGS + SG&A):

- 2004 – R\$ 1.371 milhões;
- 2005 – R\$ 1.750 milhões;

■ Disponibilidade líquida:

- 2004 – R\$ 97,2 milhões; e
- 2005 – R\$ 198,9 milhões.

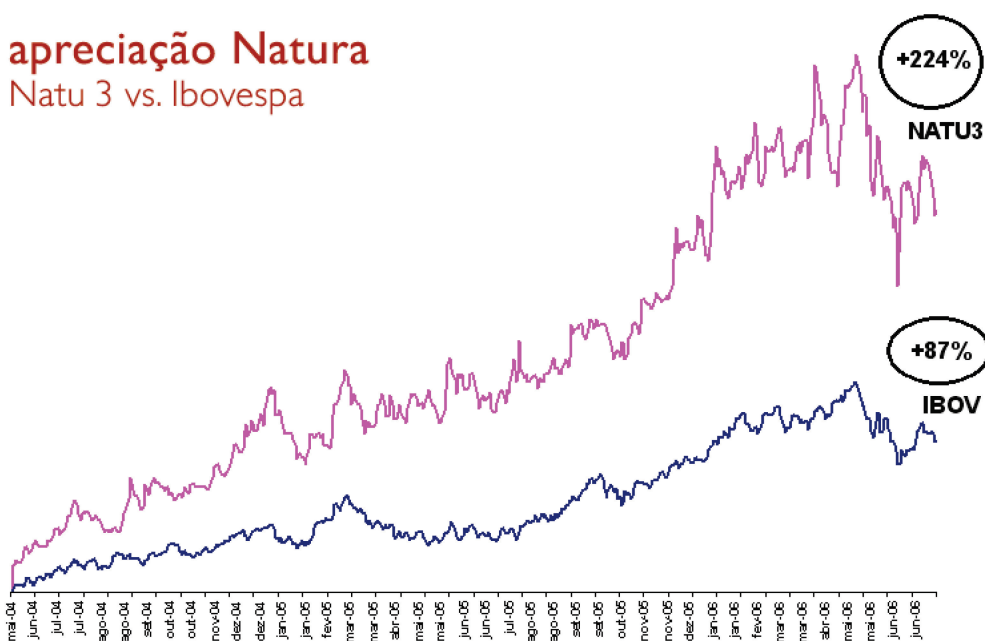
A Natura chegou ao final de 2004 com um EBITDA de R\$ 431,7 milhões, 46% maior do que em 2003. A geração bruta de caixa atingiu R\$ 385,6 milhões, o que estava 60,6% acima do número correspondente de 2003. Só em abril de 2005, as ações da Natura subiram 115%, em contraste com uma elevação de 31% no índice BOVESPA (Ibovespa) no mesmo período. Entre 31 de dezembro de 2004 e 31 de dezembro de 2005, o preço das ações da Natura se valorizou em mais de 38%, subindo de R\$ 14,44 para R\$ 19,94. De modo semelhante, a capitalização de mercado da empresa cresceu mais de 37% ao longo do mesmo período, passando de R\$ 6,2 bilhões em 31 de dezembro de 2004 para R\$ 8,5 bilhões em 31 de dezembro de 2005.

O preço das ações da Natura subiu 36,9% entre 1º de janeiro e 15 de agosto de 2006, uma taxa bem acima dos seguintes índices brasileiros:

- IBrX50, com 12,8% de aumento;
- IBrX100, 13,3% de aumento;
- ISE, 13,8% de aumento;
- ITAG, 19,5% de aumento; e
- IGC, 13,8% de aumento.

apreciação Natura

Natu 3 vs. Ibovespa



Nota: NATU3 até 14/07/06



NET

A decisão tomada pela NET Serviços de Comunicação em junho de 2001, de se incorporar ao Nível 1 do Novo Mercado – o segmento especial de governança corporativa da listagem da BOVESPA – foi relativamente fácil para seus proprietários.

Mas quando chegou o momento de se considerar o próximo passo, de passar ao Nível 2 do Novo Mercado, os desafios assumiram uma dimensão diferente. Fazer o movimento para o Nível 2 significava que a NET teria que atender normas de governança ainda mais exigentes. O cenário macroeconômico havia mudado desde 2001, e ficara claro que a empresa precisaria de uma injeção de capital novo para atender suas obrigações e financiar seu crescimento. Passar para o Nível 2 iria ajudar investidores externos e agências de classificação de crédito a olhar para a empresa de modo mais favorável. Os principais investidores financeiros da empresa – o BNDES e a BRADESCO – solicitaram mudanças no acordo de acionistas, no sentido de elevar os padrões de governança corporativa da empresa e assim torná-la mais atraente a novos investidores. Eles queriam também assegurar que a estrutura de governança corporativa fortalecesse os fundamentos operacionais da empresa no longo prazo.

Após discussões mantidas entre os proprietários e a direção da NET sobre o futuro papel dos acionistas controladores, a empresa se comprometeu a passar para a classificação de Nível 2, completando o atendimento dos demais requisitos necessários até junho de 2002. Os proprietários perceberam a importância das reformas na governança corporativa e a contribuição positiva que elas poderiam ter para as finanças e o valor de mercado da empresa. Assim, a direção executiva trabalhou também em conjunto com os membros do Conselho, procurando identificar tendências de mercado que dessem sustentação aos argumentos em favor da adoção de padrões mais elevados de governança corporativa. Juntos eles buscaram o *feedback* de investidores institucionais quanto às diferentes maneiras pelas quais as reformas na governança corporativa poderiam ser implementadas, ao mesmo tempo em que avaliavam seu impacto nos negócios da NET.

O Que Motivou a NET a Buscar Melhor Governança

Operando em quarenta e quatro grandes cidades do país, incluindo São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre e Brasília, e contando com uma base de assinantes que totaliza 1,7 milhão de clientes, a rede de TV a cabo da NET se estende por mais de 35.000 quilômetros, atendendo cerca de 7,2 milhões de lares.

A estratégia da NET é a de se tornar a líder entre as empresas provedoras de serviços de comunicações e entretenimento no Brasil, com foco no mercado residencial. Ela pretende manter sua posição de liderança na provisão de serviços de TV por assinatura, enquanto continua a crescer no segmento de banda larga. Sua ênfase recai sobre altos padrões de governança corporativa, com foco principal na liderança do setor de TV paga, conseguida através de consolidação e crescimento orgânico.

A necessidade de obter capital externo para financiar a construção de sua infraestrutura, em meados dos anos 90, forneceu o ímpeto inicial para que a NET adotasse boas práticas de governança.

Em 1993 e 1994, dois novos parceiros de investimento, a Globopar e a Ralph Partners II, uniram-se ao sócio original, o Sr. Antônio Dias Leite. Por volta de 1996, cada um destes sócios detinha 33,3% das ações com direito a voto.

Em 1996, a empresa (então conhecida como Multicanal), levantou US\$ 116 milhões em uma oferta inicial de ações (IPO) doméstica/internacional, listando suas ações na BOVESPA e na NASDAQ, como parte da estratégia de diversificar suas alternativas de financiamento. Dois anos mais tarde, a empresa fundiu-se com operadoras de TV por assinatura de propriedade das Organizações Globo – o maior grupo brasileiro do setor de comunicações – mudando seu nome para Globo Cabo. (Em 2002, ela teve mais uma vez seu nome mudado para Net Serviços, de modo a estabelecer um elo com a marca NET, já bem conhecida por seus clientes).

Em 1998, os acionistas controladores originais decidiram fortalecer a base de capital da empresa, trazendo para ela dois novos grandes investidores financeiros. Assim, a BRADESPAR (braço do Bradesco no mercado financeiro) e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) tornaram-se parte do grupo controlador, com a BRADESPAR detendo 8% das ações com direito a voto e o BNDES 14%. Juntamente com a Globo e a RBS (empresa líder na área de mídia no Sul do Brasil), os novos acionistas embarcaram em um plano estratégico de longo prazo, que teria como pedra de toque a transparência nos mercados financeiros. Estava claro para os dois investidores que, para continuarem a investir no negócio, seria essencial que se contasse com um sólido referencial de governança corporativa

À medida que o negócio amadurecia, e em que crescia a necessidade de se atrair investidores adicionais com *know-how* em telecomunicações, foi-se tornando claro que os avanços que haviam sido obtidos na governança corporativa também conferi-

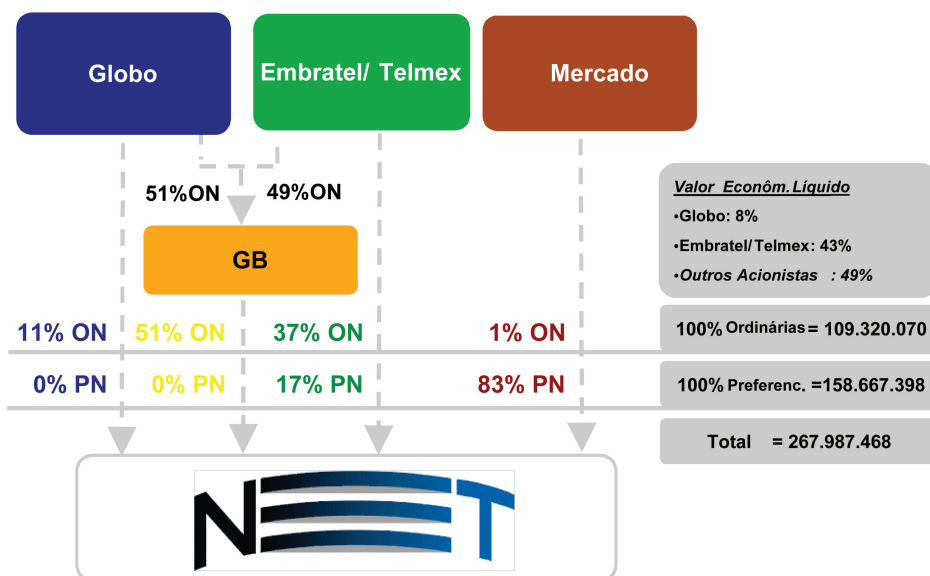
am à empresa uma vantagem competitiva adicional na busca por tais investidores/parceiros técnicos. Ao iniciar essa busca, a NET já era uma empresa aberta, com ações negociadas na BOVESPA, na Nasdaq e na Latibex, e havia se qualificado para classificação no Nível 2 do Novo Mercado. Ela atingira níveis de transparência internacionalmente competitivos, e havia concedido 100% de *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia) a todos os acionistas para o caso de mudança de controle acionário.

Em março de 2005, a Globo fechou um acordo com a Telmex, que tornou-se acionista da empresa. Visto que a Telmex passou a ter substancial participação na empresa, o BNDES e a BRADESPAR deixaram o grupo controlador. Alguns meses mais tarde, a BRADESPAR vendeu sua posição. O BNDES continua sendo acionista da empresa – de fato o maior acionista fora do grupo que a controla – e cuidando dos interesses dos acionistas minoritários, atualmente com representantes no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal.

Por terem sido implementados na empresa sólidos padrões de governança corporativa, os acionistas minoritários da NET podem agora monitorar o seu desempenho de modo transparente. As regras de governança implementadas asseguram também que um processo equilibrado de tomada de decisões orienta as principais estratégias da empresa.

Novo Mercado Nível 2

Em 2002, nova atividade de levantamento de capital desencadeou uma segunda onda de medidas de governança corporativa, levando a empresa a ingressar no Nível 2 do Novo Mercado. A NET tornou-se então uma pioneira na prática da transparência em seus relacionamentos com os mercados de capitais. A empresa aumentou seu capital para US\$ 387,4 milhões. Como consequência disso, os investidores financeiros conseguiram poder de veto sobre certas decisões de importância central. Além disso, 100% de direitos de *tag-along* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia). foram estendidos a todos os acionistas (tanto votantes como não-votantes), juntamente com outros requisitos para inclusão entre as ações listadas no Novo Mercado. Acresceu-se a isso o fato de a NET ter elevado para quase 50% sua parcela de ações disponíveis para compra por investidores ou público em geral (*free-float shares*) (ações negociadas livremente em bolsa). No entanto, a vasta maioria destas ações não dá direito a voto – elas representam 83% das ações sem direito a voto, mas apenas 1% das ações *com* direito a voto. Cerca de 70% do *free float* (ações negociadas livremente em bolsa) está em mãos de acionistas institucionais. A atual estrutura de participação acionária da empresa é apresentada no quadro abaixo.



Um ano mais tarde, um Comitê de Divulgação foi estabelecido para tomar decisões sobre questões relativas à divulgação de informações de relevância financeira. Além disso, a direção começou a certificar os demonstrativos financeiros de acordo com a Seção 302 da Lei Sarbanes-Oxley promulgada nos EUA.

Em 2004, foi implementado um projeto visando atingir plena conformidade com a Lei Sarbanes-Oxley até o final de 2005, e foi montado um novo grupo de controles internos. Ademais, a função de auditoria interna da empresa ganhou mais proeminência, passando a se reportar diretamente ao Conselho de Administração.

Foi constituído um Conselho Fiscal, com poderes para desempenhar funções de comitê de auditoria e assegurar conformidade com os requisitos da Lei Sarbanes-Oxley. Seus três membros desfrutam de total independência, sendo um deles eleito por acionistas minoritários. Os auditores externos da NET prestam contas ao Conselho de Administração.

Conselho de Administração e Principais Executivos

Atualmente, o Conselho de Administração da NET é composto de 12 membros não-executivos. Os cargos de Presidente do Conselho e Presidente-Executivo são, portanto, separados. Sete conselheiros são nomeados pela Globo, três pela Telmex e, em conformidade com os mais recentes requisitos do Nível 2 da BOVESPA (em vigor desde abril de 2006), dois são independentes, sendo um eleito pelos acionistas minoritários. Os conselheiros são eleitos por um período de um ano, podendo ser reeleitos. O Conselho de Administração conta também com o suporte de um Comitê Executivo e de um Comitê Financeiro.

Os altos executivos da NET são responsáveis por todas as questões relativas à gestão e às operações diárias da empresa. Eles são residentes no Brasil e podem ser ou não acionistas da NET. Atualmente a empresa emprega também quatro gerentes seniores.

Todos os membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal da NET têm direito a receber remuneração por atuar nos conselhos. Mas, na prática, apenas um diretor independente e todos os membros do Conselho Fiscal recebem tal remuneração.

A remuneração agregada e os benefícios em espécie conferidos aos altos executivos da NET incluem um plano de incentivo de longo prazo, vinculado ao desempenho operacional e financeiro da empresa. A NET divulga o montante das remunerações considerado coletivamente.

Os acionistas controladores entendem que, para se ter sucesso no mercado de capitais, é preciso estar plenamente comprometido com a transparência e a consistência nas comunicações. Níveis elevados de transparência permitem à empresa ser melhor compreendida pelos investidores de fora e obter destes melhores preços. Há na NET um Comitê de Divulgação (formado pelos altos executivos da empresa, que incluem o Diretor Presidente, o Diretor Jurídico, o Diretor de Relações com os Investidores) que é bastante ativo em assumir altos padrões de transparência ao comunicar mensagens importantes ao mercado, e que também monitora as alterações nos níveis de demanda apresentados pelos investidores. Juntamente com o Conselho de Administração – que assume responsabilidade geral pela governança corporativa dentro da empresa – o Comitê de Divulgação avalia os avanços em governança corporativa ocorridos no mercado, para assegurar que as melhores práticas continuem a ser adotadas à medida em que vão surgindo.

Resumo dos Resultados Financeiros 2004-2005

O bom desempenho alcançado pela NET em 2005, e registrado em relatório elaborado de acordo com o BR GAAP, é o resultado do crescimento orgânico ocorrido nas bases de clientes da TV por assinatura e da banda larga, o que está sendo conseguido sem perda de enfoque na lucratividade. A empresa está aumentando suas receitas e, ao mesmo tempo, gerenciando custos e despesas, para assegurar bom retorno de cada novo assinante. Ela espera manter os níveis de caixa em torno de US\$ 150 milhões ao longo de 2006. Dezanove analistas do mercado de títulos acompanham o desempenho da empresa. Eles estão projetando um EBITDA médio de aproximadamente US\$ 240 milhões para o final de 2006.

Em 2005, a empresa registrou um lucro líquido de US\$ 56 milhões - um resultado significativamente melhor do que o prejuízo líquido de US\$ 96 milhões sofrido

em 2004. Robustos resultados operacionais aliados a uma menor exposição cambial forneceram o suporte para esta mudança positiva. As receitas da NET alcançaram US\$ 669 milhões em 2005, um aumento de 14% sobre os US\$ 497 milhões de 2004. Tal resultado se deveu a um aumento na base de assinantes da TV paga e da banda larga, e a uma maior receita derivada dos serviços *pay-per-view* (“PPV”). Naquele ano, o EBITDA consolidado atingiu US\$ 186 milhões, o que representou um salto de 46% em comparação com os US\$ 128 milhões registrados no ano precedente. Este aumento é explicado por um consistente crescimento no número de assinantes e pelas medidas de controle de custo introduzidas. Ao final do segundo trimestre de 2006, a disponibilidade de caixa atingiu US\$ 135 milhões – um aumento de 6% desde o final do quarto trimestre de 2005, quando se registrara US\$ 127 milhões. Em 2005, o crescimento foi de 40%, com custos e despesas somando US\$ 474 milhões, contra US\$ 339 milhões em 2004.

Ao final de 2005 a empresa contava 4.181 empregados, 30% a mais do que em 2004. Este aumento do efetivo se concentrava nos departamentos de vendas e instalações, com este componente apresentando uma variação de quase 100%, sustentada pela estratégia de crescimento acelerado adotada pela empresa.

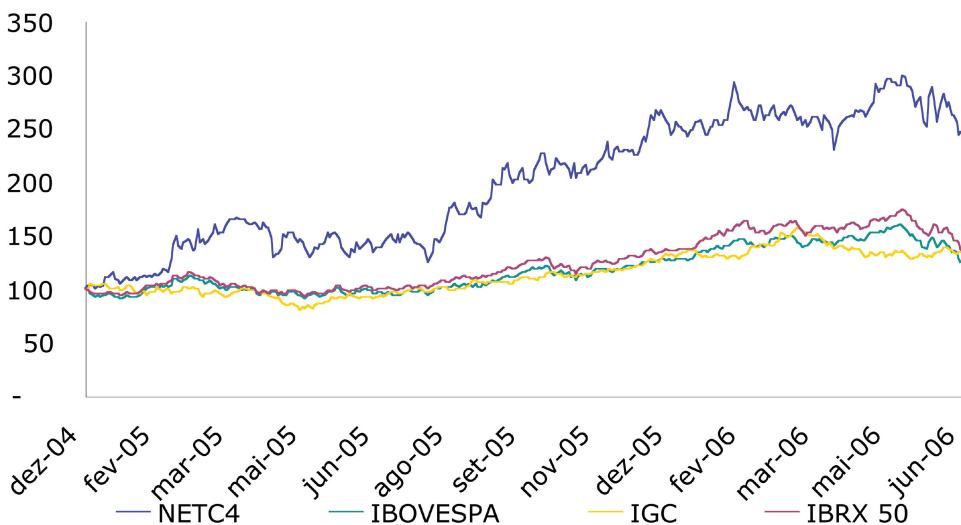
Resultados

É sempre difícil se determinar com algum grau de certeza o que impulsiona o valor de uma empresa no mercado acionário. No entanto, é difícil também evitar a conclusão de que, se a NET não tivesse implementado normas mais avançadas de governança corporativa, o preço de suas ações e seu valor geral de mercado certamente não teriam apresentado aumentos tão expressivos.

Em junho de 2006, o valor de mercado da NET atingiu R\$ 2,4 bilhões, com US\$ 115 milhões em EBITDA. A NET aprimorou sua estrutura de capital, e agora conta com uma base financeira muito sólida, a partir da qual pode buscar novas oportunidades de crescimento. O mercado tem reconhecido essas melhorias. Dois grandes investidores institucionais já declararam publicamente que cada um deles possui agora mais de 5% das ações preferenciais da empresa (sem direito a voto). Isto não só demonstra seu apoio à atual estratégia da empresa, mas também sua concordância com a nova estrutura de governança corporativa.

O preço de cada ação da NET subiu 149% de 2004 (quando valia R\$ 0,43) a 2005 (quando atingiu R\$ 1,07) – um desempenho substancialmente superior aos índices Ibovespa, IGC e IBrX50, como mostrado no gráfico abaixo:

Em 2005, a empresa recebeu dois prêmios, um deles concedido pela revista Investidor Institucional e o outro pela APIMEC-RJ, em reconhecimento pela política de transparência adotada. A empresa vem sendo freqüentemente convidada por vários



grupos empresariais para participar de análises e discussões mantidas com investidores e representantes de órgãos regulatórios sobre as melhores práticas de governança.

Em 2006, o *website* da NET foi incluído pela IR Global Rankings entre os 5 melhores no tocante a relações com os investidores. Além disso, a empresa foi indicada para o prêmio da Revista Relações com Investidores 2006, como uma das companhias que apresentaram maior evolução nas suas relações com os investidores.

A NET acredita que os próximos passos no processo de melhoria de sua governança corporativa serão ditados pelo mercado. Os acionistas da NET já demonstraram claramente seu compromisso com a boa governança corporativa, e certamente irão apoiar os esforços da NET em se manter à frente neste quesito.



Suzano

Espírito empreendedor, excelência em gestão, responsabilidade por prestar contas, compromisso com a satisfação do cliente, respeito pelas pessoas, pela comunidade e pelo meio ambiente – são estes os princípios herdados pelo Grupo Suzano (Suzano) da filosofia de negócios de seus fundadores, a família Feffer. Leon Feffer era um judeu russo que imigrou para o Brasil após a revolução de 1917; seu filho, Max Feffer, o sucedeu e dirigiu a Suzano até 2001.

Quando Leon Feffer comprou sua primeira máquina de fabricar papel, no começo dos anos 30, o grupo que ele havia fundado em 1924 iniciou um período de crescimento e desenvolvimento consistentes. Depois de desenvolver a tecnologia para produzir celulose a partir de eucaliptos, a Suzano industrializou o processo durante os anos 50. Por volta da década de 60, a Suzano já estava produzindo papel totalmente com base na fonte representada pela polpa de eucalipto. No início da década seguinte, a Suzano decidiu investir na indústria petroquímica, tendo corretamente percebido que o consumo de plástico na indústria de embalagens iria crescer significativamente nos anos seguintes.⁴

Sob a direção de Max Feffer, a partir de 1999, o Grupo desinvestiu de posições não-estratégicas e estabeleceu a base da sua estratégia de crescimento nos setores industriais que elegeu para investir, papel e celulose e petroquímica. Sendo esses dois segmentos industriais intensivos em capital, a parceria com o mercado de capitais mostrava-se importante para a consecução de estratégia de crescimento dos dois negócios. Em 2001 as atividades de papel e celulose e petroquímica foram separadas em duas empresas distintas: a Suzano Papel e Celulose e a Suzano Petroquímica. Em 2002, sob a direção de uma terceira geração da família, foi empreendido um amplo processo de reestruturação visando assegurar que as duas companhias fossem auto-suficientes e capazes de crescer competitivamente no longo prazo. Para conseguir isto, a família fundadora queria garantir que o grupo estivesse livre de riscos e limitações de dependência em relação ao capital dos acionistas controladores.

Padrões de governança corporativa alinhados às melhores práticas de gestão eram pontos centrais para a administração e para as estratégias de mercado de capitais das duas empresas. Ao mesmo tempo em que preparava o cenário para uma maior liqui-

⁴ As décadas seguintes marcaram uma fase importante na história da Suzano, quando importantes projetos foram lançados, tais como a joint venture com a Cia. Vale do Rio Doce, que visava implementar a então Bahia Sul (do ramo de papel e celulose), hoje integrada à Suzano Papel e Celulose, e a Rio Polímeros – o primeiro complexo petroquímico brasileiro totalmente integrado e baseado em frações do gás natural para produção de polietileno.

dez e valorização de suas ações, a modernização da governança corporativa representava também uma saída simples, justa e atraente para as futuras gerações do grupo controlador, sem restringir as atividades das empresas.

Mudanças na Governança como Parte de um Processo de Renovação Global

Em 2003, a Suzano concluiu a implementação de um modelo de gestão comprometido com as estratégias de crescimento de ambas as empresas. Este novo modelo se apóia em três pilares: (1) controle familiar, que transmite uma visão de longo prazo, reputação sólida e valores comuns para o grupo; (2) administração profissional e monitoramento de desempenho; e (3) parceria com os mercados de capitais. A então recém-estabelecida Suzano Holding provia aos acionistas controladores uma plataforma para supervisionar as atividades das duas empresas, estabelecendo políticas consistentes de planejamento, orçamento, auditoria, avaliação de desempenho e desenvolvimento de liderança.

Como um primeiro passo na direção da reestruturação do grupo, uma equipe de executivos profissionais, recrutados tanto internamente como no mercado, assumiu a direção das duas principais subsidiárias do grupo, Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica, além da própria Suzano Holding. A nova estrutura de gestão da Suzano Holding eliminou redundâncias em atividades que haviam sido duplicadas nas subsidiárias, levando a uma redução de 30% nos custos.

A implementação do novo modelo de gestão do grupo foi acompanhada de uma importante mudança no papel dos acionistas controladores – eles deixaram a sua função executiva para se concentrar na direção estratégica e na supervisão administrativa. O Conselho de Administração da Suzano Holding começou a refletir o Conselho Familiar da família Feffer, com certos membros da família sendo nomeados, juntamente com reconhecidos profissionais independentes captados no mercado, para os Conselhos de Administração e Comitês das empresas subsidiárias. A completa separação entre as finanças da família e as do grupo era uma condição *sine qua non* para o sucesso do novo modelo de governança. Isto pode ser resumido no credo: “não se deve viver da empresa, mas dos resultados da empresa”.

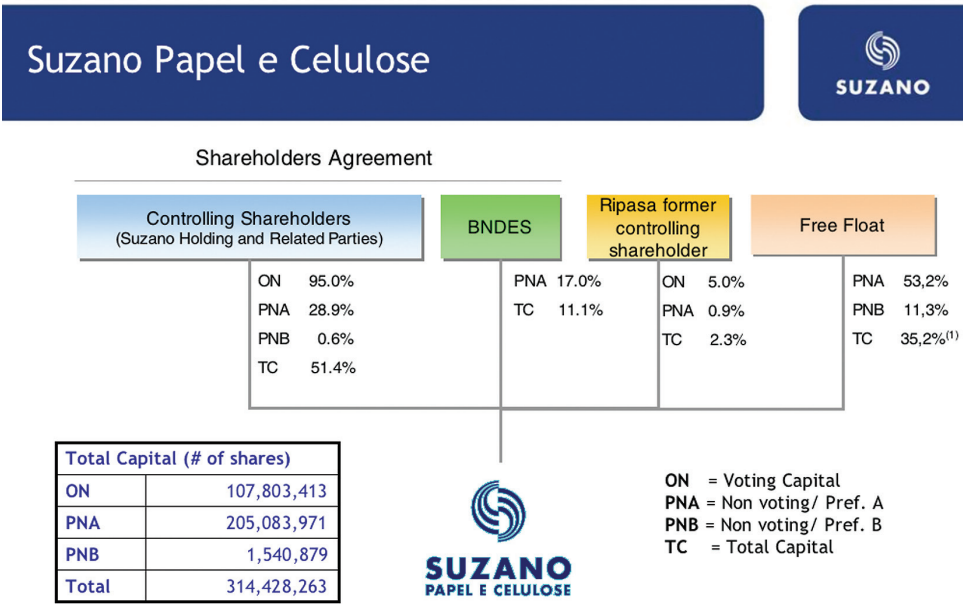
As Mudanças

a) Suzano Papel e Celulose SA

Em 2003, a Suzano Papel e Celulose registrou suas ações no Nível 1 do segmento especial de governança corporativa da Bovespa, dando o passo inicial em sua estratégia para o mercado de valores com uma bem sucedida oferta pública de ações que alcançou R\$ 442 milhões (US\$ 151 milhões), dos quais R\$ 150 milhões (US\$ 51,2 milhões) representavam uma emissão primária.

Como resultado daquela oferta, as participações do grupo controlador foram reduzidas de 59,6% para 55,2% do total. Em 30 de junho de 2006, a Suzano Papel e Celulose contava 3.199 acionistas, incluindo 146 investidores institucionais estrangeiros, 313 investidores institucionais nacionais e 2.740 investidores individuais brasileiros. Os acionistas não-controladores não gozam de direitos de *tag-along*.

Acionista	Ações com direito a voto	Ações Preferenciais do Tipo "A"	Ações Preferenciais do Tipo "B"	Capital Total
Acionista controlador e partes relacionadas	95,0%	27,5%	0,6%	50,5%
Outros	5,0%	0,9%	-	2,3%
BNDES	-	17,0%	-	11,1%
Free Float	-	54,6%	11,2%	35,6%



O Presidente do Conselho de Administração da Suzano Papel e Celulose é também Presidente-Executivo da Suzano Holding, mas nenhum membro do conselho da empresa faz parte de sua diretoria executiva. Nos termos do Acordo de Acionistas da Suzano Papel e Celulose, o conselho é composto de 9 membros, 5 dos quais são eleitos pelo acionista controlador, 3 são independentes e 1 membro é eleito pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). O Conselho de Administração conta com o suporte de três comitês:

- O Comitê de Gestão é responsável por assessorar o Conselho de Administração em questões financeiras, de orçamento, controles internos, desenvolvimento de recursos humanos e novas lideranças, políticas de remuneração aos executivos, assuntos jurídicos, relações com o mercado de capitais, novos projetos e investimentos. Este comitê também monitora o desem-

penho da empresa e de seus executivos, bem como a formulação de políticas corporativas;

- O Comitê de Sustentabilidade e Estratégia, coordenado por um membro independente do Conselho de Administração, é responsável por assessorar o conselho em questões ligadas ao planejamento e estratégias de longo prazo e ao conceito estratégico de sustentabilidade, visando atingir padrões internacionais de excelência; e
- O Comitê de Auditoria é coordenado por um membro independente do Conselho de Administração e responsável por assessorar o conselho na análise de demonstrativos financeiros e na implementação – pelos executivos da empresa – de controles internos confiáveis, e também por supervisionar a qualidade das informações fornecidas aos acionistas e ao mercado. Como parte de suas funções, o Comitê de Auditoria fiscaliza a qualidade e a independência do trabalho de auditores independentes e do departamento de auditoria interna, além de monitorar o cumprimento do Código de Conduta e das Políticas Corporativas em aspectos ambientais e de saúde & segurança.

A diretoria executiva da Suzano Papel e Celulose é composta de 8 executivos profissionais selecionados no mercado a partir de uma análise de perfil e de desempenho. O novo Presidente-Executivo que lidera essa equipe foi também recentemente contratado no mercado. Ao final de 2005, a empresa tinha 3.283 empregados. A Suzano Papel e Celulose teve sua capitalização de mercado aumentada de US\$ 1.067 milhões (marca alcançada no final de 2003) para os atuais US\$ 1.671 milhões (valor registrado em 30 de junho de 2006). O preço de cada uma de suas ações preferenciais estava em US\$ 3,90 ao final de 2003, mas em 30 de junho de 2006 já havia saltado para US\$ 5,88.⁵ As ações da empresa fazem parte do índice IBrX 100, que congrega as 100 empresas de maior liquidez da Bolsa de São Paulo.⁶ No primeiro semestre de 2006, o

	Em Reais / US\$ - 2005	Em Reais / US\$ - 2004	%
Capitalização de Mercado	3.360 milhões / 1.435 milhões	3.717 milhões / 1.400 milhões	-9,60 / 2,5
Preço da Ação	11,60 / 4,96	12,84 / 4,84	-9,66 / 2,48
Lucro Líquido	500 milhões / 205 milhões	603 milhões / 206 milhões	-17,08 / -0,49
Receitas Operacionais Líquidas	2.554 milhões / 1.049 milhões	2.640 milhões / 902 milhões	-3,26 / 16,3
Custos e Despesas Líquidos	1.947 milhões / 799 milhões	1.827 milhões / 624 milhões	6,57 / 28,0
Disponibilidade Líquida	1.086 milhões / 464 milhões	1.042 milhões / 393 milhões	4,22 / 18,1

⁵ O valor do volume médio das negociações diárias com suas ações listadas aumentou, após a oferta pública, de US\$ 95.000 para os atuais US\$ 900.000.

⁶ Em dezembro de 2005, a Suzano Papel e Celulose foi listada na primeira edição do ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial, o índice da Bolsa brasileira que congrega empresas que tenham adotado as melhores práticas de sustentabilidade. Para 2006, a Suzano Papel e Celulose espera continuar nesse índice após sua revisão anual. A Suzano Petroquímica está trabalhando para também ser incluída. As ações preferenciais da Suzano Papel e Celulose e da Suzano Petroquímica também se encontram listadas no Latibex, o segmento especial da Bolsa de Valores de Madri para ações de empresas latino-americanas.

IBrX 100 teve uma valorização de 19,5%, enquanto as ações da Suzano Papel e Celulose subiram 17,0%, em dólares, no mesmo período. Os resultados financeiros da empresa, tabulados de acordo com o BR GAAP, são apresentados abaixo:

A Suzano Holding estabeleceu diretrizes de governança corporativa para ambas as companhias – Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica – ficando o Presidente-Executivo de cada uma delas responsável pela sua implementação, com o devido suporte das divisões envolvidas. Qualquer das divisões das duas empresas pode propor ou assumir a frente de melhorias nas práticas de governança corporativa. O Diretor de Relações com Investidores e a equipe de RI assessoram o Presidente-Executivo na supervisão da governança corporativa e na introdução de quaisquer melhorias na mesma.

b) Suzano Petroquímica S.A.

A Suzano Petroquímica era uma empresa *holding* com posições de controle compartilhado em várias companhias petroquímicas brasileiras. Depois que foi revista a estratégia de atuação da Suzano Petroquímica no setor petroquímico nacional, em 2004, tornou-se evidente que a empresa poderia tornar-se líder do setor na América Latina, dada a qualidade de seus ativos, suas oportunidades de consolidação e crescimento, sua sólida estrutura de capital e as promissoras perspectivas de negócios no setor petroquímico brasileiro, no médio e longo prazo. Para tanto, a parceria com o mercado de capitais foi identificada como fundamental para viabilizar a estratégia de longo prazo da empresa.

Em novembro de 2004, a Suzano Petroquímica entrou para o Nível 2 do segmento especial de governança corporativa da Bovespa, adotando medidas adicionais de governança, ainda mais rigorosas do que aquelas exigidas à época pelo Nível 2 do Novo Mercado da Bovespa. A Suzano Petroquímica tornou-se a primeira empresa de gestão familiar e a primeira empresa do setor petroquímico a aderir ao Nível 2.

No evento de uma fusão ou mudança de controle, todos os acionistas minoritários têm o direito de vender suas ações a 80% do preço recebido pelo grupo controlador. Os acionistas minoritários também gozam do direito a uma oferta pública no valor econômico da empresa, caso esta se decida por sair do Nível 2. As empresas de Nível 2 concordam também com a arbitragem privada de disputas entre acionistas, a serem decididas através da Câmara de Arbitragem da Bovespa.

A oferta pública de ações da Suzano Petroquímica, realizada em dezembro de 2004, foi um importante passo na direção do aumento da liquidez e da diversificação de sua base de acionistas. A oferta atingiu um montante de R\$ 179 milhões (US\$ 66,2 milhões), dos quais R\$ 32 milhões (US\$ 11,8 milhões) representavam uma oferta primária. A oferta reduziu a participação do grupo controlador no capital total de

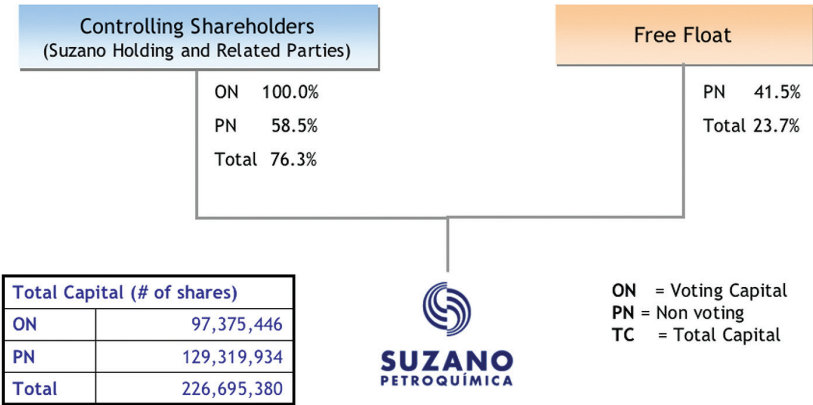
83,6% para 73,1%. Em junho de 2006, a Suzano Petroquímica contava com 4.897 acionistas, incluindo 39 investidores institucionais estrangeiros, 263 investidores institucionais nacionais e 4.595 investidores individuais brasileiros.

Acionista	Ações com direito a voto	Ações Preferenciais	Capital Total
Acionista controlador e partes relacionadas	100,00%	58,5%	76,3%
Free Float	-	41,5%	23,7%

Suzano Petroquímica



SUZANO



Até agosto de 2005, a ligação entre a diretoria executiva da Suzano Petroquímica e o Conselho de Administração era assegurada pela presença de representantes da Suzano Holding na direção da empresa. Com a aquisição da Polibrasil em setembro de 2005 – por meio da qual a Suzano Petroquímica tornou-se a líder latino-americana na produção e comercialização de polipropileno, e a segunda maior produtora de resinas termoplásticas no Brasil – foi montada uma estrutura executiva para assegurar uma fusão harmoniosa entre as culturas das duas empresas. A estrutura da diretoria executiva da Suzano Petroquímica refletiu essa fase de transição até setembro de 2006, com o Presidente do Conselho de Administração também acumulando o cargo de Diretor Presidente.

A partir de setembro, a nova cúpula administrativa passa a ser composta de 4 executivos liderados por dois co-presidentes. O Sr. João Pinheiro Nogueira Batista e o Sr. José Ricardo Roriz Coelho foram nomeados co-presidentes, separando-se assim o cargo de presidente do Conselho de Administração da função de Diretor Presidente.

Nenhum outro membro do Conselho de Administração faz parte da alta administração da empresa.

A Suzano Petroquímica também criou o Comitê de Gestão como um dos comitês do Conselho de Administração, montando assim a mesma estrutura de governança adotada pela Suzano Papel e Celulose. A responsabilidade pelas políticas e práticas de governança também é atribuída ali, de modo similar ao que acontece na Suzano Papel e Celulose. Essas mudanças refletem o entendimento dos acionistas controladores da Suzano sobre o que seja o melhor *modus operandi* para suas controladas e para o alinhamento das suas práticas de governança em todo o grupo.

O Conselho de Administração da Suzano Petroquímica conta com três comitês: de Sustentabilidade e Estratégia, de Auditoria, e de Gestão, cada um deles com as mesmas atribuições dos comitês correspondentes da Suzano Papel e Celulose.

Ao final de 2005, a Suzano Petroquímica tinha 474 empregados. A sua capitalização de mercado aumentou de US\$ 237 milhões (valor registrado no final de 2003) para US\$ 350 milhões (em 30 de junho de 2006).⁷ O preço das ações preferenciais, que estava em US\$ 1,02 cada ao final de 2003, atingiu US\$ 1,56 por ação em 30 de junho de 2006. Logo após a oferta que se seguiu, a Suzano Petroquímica passou a compor o índice IBRX 100. A empresa prepara seus demonstrativos financeiros de acordo com o BR GAAP e com o US GAAP, tal como exigido pelo Nível 2 da BOVESPA:

	Em Reais / US\$- 2005	Em Reais / US\$ - 2004	%
Capitalização de Mercado	1.084 milhões / 462,9 milhões	1.505 milhões / 567,1 milhões	-28,0 / -18,4
Preço da Ação	4,76 / 2,03	6,43 / 2,42	-26,0 / -16,1
Lucro Líquido	15 milhões / 6,3 milhões	109 milhões / 37,3 milhões	-86,2 / -83,2
Receitas Operacionais Líquidas	2.521 milhões / 1.036 milhões	2.516 milhões / 860,0 milhões	0,2 / 20,4
Custos e Despesas Líquidos	2.398 milhões / 985,0 milhões	2.206 milhões / 754,0 milhões	8,7 / 30,6
Disponibilidade Líquida	216 milhões / 92,0 milhões	172 milhões / 64,8 milhões	25,6 / 42,0

Outras Características Importantes da Governança

A parceria com o mercado de capitais requer que o Grupo Suzano equilibre os respectivos direitos de cada categoria de ações de suas subsidiárias. Em ambas as empresas, a Suzano Holding renunciou a seu direito legalmente assegurado de impor uma lista

⁷ O valor do volume médio das negociações diárias com suas ações listadas subiu de US\$ 33.740 em 2003 para os atuais US\$ 1.000.000. Em 2005, o volume médio negociado ultrapassava US\$ 1 milhão. Todas as ações de companhias petroquímicas listadas na BOVESPA sofreram declínios significativos em 2006, em resultado de altos custos de produção coincidindo com uma forte valorização do Real. Considerando a sua posição nos 12 meses consecutivos que vão até junho de 2006, as ações preferenciais da Suzano Petroquímica sofreram uma desvalorização de 17,2%, em dólares, enquanto que seus pares listados na BOVESPA apresentaram uma desvalorização, em média, de 22,8% no mesmo período.

de três candidatos a partir dos quais os acionistas minoritários pudessem eleger seu representante no conselho – vários anos antes que tal renúncia viesse a ser legalmente exigida. Em vez disso, tem lugar uma eleição direta, com as ações preferenciais detendo separadamente pelo menos 10% do capital votante total na eleição de um membro do Conselho de Administração. Os acionistas minoritários são também representados no Conselho Fiscal permanente de ambas as empresas.

Em junho de 2006, o Grupo Suzano publicou seu Código de Conduta, aplicável a todas as suas empresas. O Código de Conduta contém diretrizes e regras de comportamento para todo o pessoal que trabalha nas empresas do Grupo Suzano, além de formalizar as práticas e valores que têm sido parte das rotinas diárias dentro do grupo, já há mais de 80 anos. O código reafirma também o compromisso do grupo com o mercado de capitais, com seus princípios de distribuição de valor a seu pessoal, com o desenvolvimento sustentável e com a ética, princípios estes que orientam o trabalho de suas empresas.

Os Conselhos de Administração da Suzano Papel e Celulose e da Suzano Petroquímica nomearam um Comitê de Remuneração composto de membros do Conselho de cada empresa. Cada empresa conta com seu próprio Comitê de Remuneração, que é responsável por distribuir aos membros do Conselho e da alta administração os montantes aprovados pela Assembléia Geral de Acionistas com base em referências externas, ao passo que o Comitê de Gestão é responsável por estabelecer as políticas de remuneração dos executivos. O grupo busca alinhar os incentivos pagos a seus executivos com os objetivos das empresas e de seus acionistas. Programas de remuneração de longo prazo são estabelecidos com base no desempenho das ações da empresa e em seu comportamento em comparação com similares (programa restrito de “ações-fantasma”). A remuneração da alta administração, tanto da Suzano Papel e Celulose quanto da Suzano Petroquímica, também se baseia em benefícios de curto prazo vinculados a resultados corporativos.

Avanços Recentes e Planos Futuros

A adoção de altos padrões em práticas de governança corporativa e a parceria firmada com o mercado de capitais continuam a possibilitar à Suzano Papel e Celulose e à Suzano Petroquímica conduzirem a expansão estratégica de suas operações. Como exemplos, temos o investimento feito pela Suzano Papel e Celulose em sua segunda linha de celulose em Mucuri, e a aquisição de 50% da Ripasa S.A. Celulose e Papel, que produz celulose, papel de escrever e para impressão, papéis especiais, papel cartão e papelão.⁸ A aquisição do controle da Polibrasil permitiu à Suzano Petroquímica tornar-se uma empresa com operações próprias, com isso simplificando sua estrutura, oferecendo mais transparência e facilitando a compreensão de suas atividades pelo mercado.

⁸ A aquisição da Ripasa consolida a liderança da Suzano Papel e Celulose no mercado brasileiro de papel, nos segmentos de impressão e escrita e de papel-cartão.

O reposicionamento das duas empresas – Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica – no mercado de capitais está apenas começando. Trata-se de uma decisão estratégica fundamentada no entendimento de que a sustentabilidade não depende exclusivamente de lucratividade. O mercado de capitais está intimamente ligado à sustentabilidade, na medida em que permite o financiamento do crescimento das empresas, a redução de seu custo de capital e a melhoria de sua imagem institucional, além de prover um mecanismo de saída para os membros do grupo controlador, ao longo do tempo.

Para o futuro próximo, os objetivos do Grupo Suzano quanto à governança corporativa incluem: (i) tornar plenamente operacionais os comitês do Conselho de Administração recentemente criados, tanto na Suzano Papel e Celulose quanto na Suzano Petroquímica, e (ii) dar mais enfoque aos controles internos, aprimorando as estruturas e procedimentos de gestão de risco.

O Grupo Suzano vem desempenhando um papel cada vez mais ativo em fóruns nos quais são discutidas questões ligadas à governança corporativa e ao desenvolvimento dos mercados de capitais. Em especial, o Grupo Suzano é um dos promotores e um dos mais ativos participantes do IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, cuja missão é contribuir para o desenvolvimento e a especialização de profissionais de relações com investidores.⁹ Para estimular o desenvolvimento do mercado de valores brasileiro e atrair mais investidores de varejo para a Bolsa, o Grupo Suzano, em parceria com outras empresas e instituições, fundou também o Instituto Nacional de Investidores – INI, cuja meta é realizar um esforço educativo e oferecer conhecimentos atualizados sobre o mercado de ações, através da criação de clubes de investimento voltados para investidores individuais.¹⁰

⁹ O Co-Presidente-Executivo da Suzano Petroquímica é atualmente o Presidente do Conselho da IBRI, e o Gerente de RI da Suzano Petroquímica é também Diretor do Instituto.

¹⁰ O Gerente de RI da Suzano Papel e Celulose é atualmente o Presidente do INI.



Ultrapar

Ao final dos anos 60 e início dos 70, o principal negócio da Ultrapar Participações S.A. ainda era a distribuição de GLP – gás liquefeito de petróleo – primeira atividade a que a empresa se dedicou ao ser fundada em 1937. Pouco depois, a companhia entraria em uma nova fase de empreendedorismo e diversificação, quando o Sr. Pery Igel (filho do fundador da empresa, Ernesto Igel) assumiu o controle. Pery Igel aproveitou as oportunidades que se abriam para expansão e crescimento dos negócios, dentro do contexto brasileiro daquela época.

Foram feitos investimentos na expansão dos segmentos de química e petroquímica da empresa, e nos seus setores de fertilizantes, transportes, engenharia, pecuária e armazenamento. Por exemplo, a companhia e linha de negócios Oxitenó foi fundada em 1970, logo se tornando uma pioneira na produção de óxido de etileno e seus principais derivados. A inauguração da Oxitenó coincidiu com a construção de um parque industrial no Complexo Petroquímico Mauá, em São Paulo. Oito anos depois, a Ultrapar fundou uma outra companhia, a Tequimar, que logo se tornaria a maior empresa de armazenamento de produtos químicos do Brasil.

Como resultado da crescente complexidade de suas linhas de negócios e da concorrência cada vez mais acirrada nos seus respectivos segmentos e setores de mercado, a Ultrapar passou por um período de intensa profissionalização de sua administração e de seu quadro geral de funcionários nos anos 70, o que foi acompanhado do surgimento de novos desafios.

Conciliar os objetivos futuros da empresa com incertezas de ordem familiar e interesses potencialmente divergentes – este era o desafio enfrentado por Peri Igel, Presidente-Executivo da Ultrapar. Para fazer face a tal desafio, ele implementou um conjunto sem paralelo de iniciativas em governança corporativa, a partir de meados da década de 80, quando a expressão “governança corporativa” nem sequer era um conceito muito conhecido no país.

Como parte daqueles esforços, o Sr. Igel emitiu em 1984 um número restrito de ações para os gerentes da empresa sob contratos de emprego com prazo de 20 anos, de modo a alinhar seus interesses com os dos acionistas e assim assegurar que eles iriam – em sua nova posição como proprietários executivos contratados por longo prazo – ajudar a construir uma empresa sólida ao longo dos anos. O início desse novo processo de governança foi seguido, na década subsequente, por uma IPO (*Initial Public Offering*, ou oferta inicial de ações em bolsa de valores) no mercado internacional, que resultou na listagem da empresa junto à BOVESPA e à NYSE (Bolsa de

Valores de Nova York). Um ano depois, a Ultrapar estendeu *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia) a todos os seus acionistas, reforçando assim suas outras iniciativas de boa governança.

O Longo Caminho até a Boa Governança

Nos primeiros 15 anos após o Sr. Igel ter lançado sua primeira série de iniciativas em governança corporativa, a empresa conscienciosamente implementou uma nova estratégia organizacional e uma nova estrutura de capital acionário, visando proteger-se contra eventuais conflitos futuros na família dos proprietários. Acionistas minoritários passaram a ser atraídos como novos proprietários, ajudando a manter o ímpeto de mudança para a nova estrutura de governança corporativa. A consolidação era o próximo passo crucial desta estratégia.

A posição de controle da família na empresa foi consolidada em uma *holding* que recebeu o nome de Ultra S.A. Atualmente, a Ultra S.A. é basicamente de propriedade de membros da família Igel e de alguns membros da diretoria executiva, controlando a maioria das ações da Ultrapar.

O fato de que a organização operava em muitos negócios estanques criara um ambiente propício para uma desnecessária duplicação de estruturas e para o consequente aumento nos custos da Ultrapar. Reconhecendo tal fato, a direção da empresa começou a vender ativos que não faziam parte do seu negócio principal. Setores que não apresentavam bom desempenho foram vendidos, e a empresa foi assim consolidada.

O passo seguinte seria abrir o capital, o que de fato a Ultrapar veio a fazer em 1999, levantando US\$ 130 milhões. A IPO foi considerada um passo muito importante para o sucesso da empresa, pois trouxe disciplina à firma e a ajudou a concentrar seu foco na criação de valor. Além disso, o plano de se tornar uma empresa de capital aberto, com ações negociadas na bolsa, foi elaborado, em última instância, com vistas a prover acesso a liquidez tanto à família quanto aos gestores, de modo tal a não afetar adversamente os negócios da empresa.

Ouvindo os Investidores

Um ano após a IPO de 1999, a empresa concedeu *tag-along rights* (direito a usufruir das mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia) a todos os acionistas, garantindo tratamento igual a acionistas minoritários no caso de mudança no controle societário. A decisão se baseou no entendimento de que, para se tornar uma empresa verdadeiramente aberta, fazia-se necessário alinhar os interesses de investidores externos com aqueles dos acionistas

controladores. Essa iniciativa distinguia a Ultrapar da maioria das empresas no país. Foi somente no ano seguinte que uma nova lei societária tornou obrigatórios os citados *tag-along rights*. Mesmo assim, a lei limitava a obrigatoriedade de concessão de tais direitos a 80% do preço de oferta, e tal tratamento era exigido apenas para detentores de ações ordinárias com direito a voto. Já os *tag-along rights* concedidos pela Ultrapar garantiam 100% do preço de oferta aos titulares de todos os tipos de ações, com ou sem direito a voto.

Levou algum tempo até que o mercado reconhecesse que a Ultrapar estava de fato reformando seriamente sua governança corporativa. O preço das ações da Ultrapar se sustentou com dificuldades em seus primeiros anos como empresa de capital aberto. No entanto, na primeira oferta de ações subsequente – que aconteceu seis anos mais tarde – a reação do mercado foi totalmente outra, com as ações da firma acompanhando a valorização dos indicadores do mercado brasileiro.

Processo de Governança Corporativa

A estrutura e os processos de governança da Ultrapar buscam alinhar os interesses de seus executivos e de todos os seus acionistas. Esse esforço é sustentado pela convicção de que um sistema eficaz de governança corporativa é a principal fonte da confiança que subjaz ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Por exemplo, a empresa equalizou o tratamento entre detentores de ações preferenciais e ordinárias, no que diz respeito aos dividendos, como parte da reforma de sua governança.

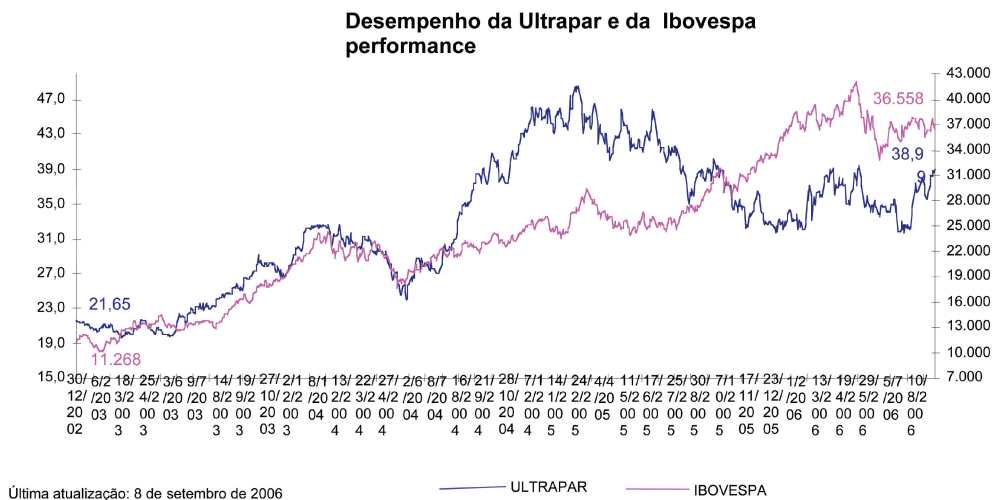
O princípio de alinhamento também levou a firma a estabelecer um sistema de remuneração para executivos vinculado à criação de valor para os acionistas. Desde 2002, os bônus concedidos aos executivos têm sido atrelados ao desempenho de cada unidade de negócios no que diz respeito ao EVA (*Economic Value Added*, ou Valor Econômico Agregado). Além disso, para assegurar que a nova geração de executivos que ocupam posições-chave também atuem como sócios da firma, foi introduzido um plano de longo prazo para remuneração na forma de ações, utilizando-se para isso ações preferenciais mantidas na tesouraria da empresa.

O Conselho de Administração, presidido pelo Presidente-Executivo, tem importância crítica como mecanismo de governança corporativa na Ultrapar. Ele é composto de sete membros, incluindo quatro membros não-executivos e dois executivos seniores. O Conselho conta com três comitês: de Auditoria, de Remuneração e de Ética, sendo que estes dois últimos reportam diretamente ao Conselho. Em 2002, a empresa passou a conceder aos acionistas minoritários o direito de eleger membros do Conselho – uma medida que as empresas brasileiras só seriam obrigadas a tomar, por lei, de 2006 em diante. Tal iniciativa é rara no Brasil, e demonstra o compromisso da empresa com a proteção dos interesses dos acionistas minoritários.

Embora não haja nenhuma pessoa ou departamento especificamente responsável pelas políticas e práticas de governança na empresa, a diretoria executiva e o Conselho de Administração sempre mantém a governança corporativa e as melhores práticas de negócios “na tela do radar” e na sua agenda.

Por exemplo, um Código de Ética foi elaborado e deve ser seguido por todas as unidades e profissionais da empresa. O Código tem por objetivos: reduzir o nível de subjetividade na interpretação de princípios éticos; formalizar um guia de conduta profissional, incluindo resolução de conflitos de interesse; e garantir que as preocupações quanto a eficiência, competitividade e lucratividade incluam a devida atenção à conduta ética, que deve ser observada por todos os funcionários e unidades da empresa.

O mais recente passo dado pela Ultrapar no caminho para a boa governança corporativa foi sua adesão ao Nível 1 do Segmento Especial de Governança Corporativa da BOVESPA, que se deu em 2 de outubro de 2005. Ao entrar para o Nível 1, a empresa – que mesmo antes disso já compunha o ITAG (índice diferenciado da BOVESPA para ações com direito a *tag-along*) – passou a fazer parte do conjunto de companhias que compõem o IGC (Índice de Governança Corporativa) da Bolsa. As ações da Ultrapar têm exibido um desempenho que caminha quase em paralelo à trajetória do Índice BOVESPA (Ibovespa).



Com relação ao desempenho da Ultrapar na bolsa de valores, suas ações se depreciaram em 27% na BOVESPA ao longo de 2005. Apesar do fato de que o setor petroquímico enfrentara um ano difícil, as ações da Ultrapar ainda assim estavam entre as de melhor desempenho. Mais ainda, em comparação com o preço de US\$ 11,07 / R\$ 32,43 (já ajustado em função dos dividendos) registrado em 31 de dezembro de 2003, as ações da Ultrapar subiram 42,1% em dólares, atingindo US\$15,73 / R\$ 34,10 em 30 de junho de 2006. De modo similar, em 30 de junho de 2006 a

Tal como indicado pelos demonstrativos financeiros da Ultrapar – que são preparados de acordo com o BR GAAP e o US GAAP – as receitas líquidas combinadas dessas três companhias atingiam, em 2005, o montante de R\$ 4,7 bilhões / US\$ 1,9 bilhão, com um EBITDA de R\$ 546 milhões / US\$ 224 milhões, e um resultado líquido de R\$ 299 milhões / US\$ 123 milhões. Desde 1998 (ano base para a IPO da empresa), a Ultrapar tem reportado um crescimento combinado médio anual de 18% em termos de EBITDA, e de 31% em termos de receita líquida. A seguir são apresentados os resultados financeiros da Ultrapar para 2004 e 2005.

■ **Lucro líquido:**

- 2004 – R\$ 414 milhões/ US\$ 142 milhões;
- 2005 – R\$ 299 milhões/ US\$ 123 milhões;

■ **Receitas operacionais líquidas:**

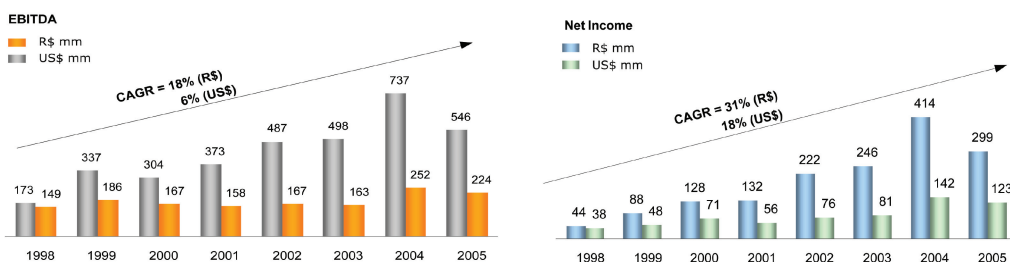
- 2004 – R\$ 4.784 milhões/ US\$ 1.635 milhões;
- 2005 – R\$ 4.694 milhões/ US\$ 1.928 milhões;

■ **Custos e despesas líquidos:**

- 2004 – R\$ 4.220 milhões/ US\$ 1.442 milhões;
- 2005 – R\$ 4.335 milhões/ US\$ 1.780 milhões;

■ **Disponibilidade líquida:**

- 2004 – R\$ 46 milhões/ US\$ 17 milhões; e
- 2005 – R\$ 191 milhões/ US\$ 82 milhões.



Atualmente a empresa conta com cerca de 7.000 empregados.

Reconhecimento pela Boa Governança

Em sua busca por uma governança corporativa aprimorada, a empresa tem recebido várias expressões de reconhecimento dos mercados de capitais, algumas das quais são descritas abaixo:

Ano	Prêmio / Reconhecimento	Entidade
2006	Empresa de Melhor Governança Corporativa no setor de Óleo, Gás e Petroquímica, na classificação Latino-Americana, e quarta melhor colocada entre as Melhores Firmas em Governança Corporativa (Geral), também na classificação Latino-Americana	IR Global Rankings
2005	Melhor Diretor Financeiro (CFO) do setor de Óleo, Gás e Petroquímica, na classificação Latino-Americana – Sr. Fábio Schwartzman	Institutional Investor Research Group
2005	Empresa de Melhor Governança Corporativa no setor de Óleo, Gás e Petroquímica, na classificação Latino-Americana, pelo segundo ano consecutivo	Institutional Investor Research Group
2005	Nomeada para a categoria de Melhor Executivo de Relações com Investidores – entre empresas que não fazem parte do Ibovespa – Sr. Fábio Schwartzman	IR Magazine Awards Brazil
2005	Nomeada para a categoria de Empresa de Melhor Governança Corporativa	IR Magazine Awards Brazil
2005	Nomeada para o Grand Prix de Melhor Programa de RI – entre empresas que não fazem parte do Ibovespa	IR Magazine Awards Brazil
2004	Nomeada para o Prêmio de Melhor Website Brasileiro de Relações com Investidores	IR Global Rankings
2004	Melhor Firma em Governança Corporativa, na classificação Latino-Americana	Institutional Investor Research Group
2004	Segunda Melhor Firma em Relações com Investidores do setor de Óleo, Gás e Petroquímica, na classificação Latino-Americana	Institutional Investor Research Group
2003	Nomeada para o Prêmio de Melhor Programa de RI entre Empresas Brasileiras em 2003 (categoria: empresas de pequeno e médio porte)	IR Magazine Latin America Award
2002	Prêmio de “Destaque Cias Abertas - 4ª Melhor Empresa Brasileira de Capital Aberto”	Agência Estado

Para a Ultrapar, estes prêmios representam o reconhecimento de seus esforços no sentido de alcançar resultados em seus negócios, conduzindo-os com transparência, integridade e respeito pelos acionistas minoritários. A Ultrapar acredita que assim ela está criando valor para seus acionistas, de maneira consistente.

O Futuro

É chegada a hora de se começar a pensar sobre governança corporativa em um sentido mais amplo. A Ultrapar está atualmente trabalhando para completar sua conformidade com os requisitos da Lei Sarbanes-Oxley. A empresa já incorporou aos seus demonstrativos financeiros as obrigações contratuais pertinentes e as transações não cobertas no Balanço Patrimonial, como exigido pela citada lei. A firma também instituiu um Conselho Fiscal que irá igualmente agir como um Comitê de Auditoria, como também é requerido sob a Lei Sarbanes-Oxley. O Conselho Fiscal possui cinco membros, dois dos quais são representantes dos acionistas minoritários.

Ao implementar normas de boa governança, Peri Igel preparou o caminho para o vigoroso e continuado desempenho da Ultrapar. Os processos agora já consolidados na empresa certamente irão mantê-la na trilha do contínuo aprimoramento de práticas de governança, com crescente lucratividade.

El Círculo de Empresas

El Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo fué creado por la OCDE, la IFC y sus miembros fundadores en una reunión convocada en mayo de 2005. El Círculo reúne a empresas líderes con experiencia práctica en poner en marcha buenas prácticas de gobierno corporativo en el contexto latinoamericano. Sus objetivos son: 1) compartir entre sus miembros y con la comunidad empresarial latinoamericana soluciones prácticas a los desafíos de buen gobierno corporativo que éstas enfrentan en la región; y 2) contribuir a la Mesa Redonda con las perspectivas y experiencias de empresas que han emprendido con éxito medidas de reforma de buen gobierno corporativo.

O Círculo de Companhias

O Círculo de Companhias da Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa foi lançado pela OCDE, pela IFC e por seus membros-fundadores durante uma reunião em maio de 2005. O Círculo reúne empresas líderes com experiências concretas na implementação das melhores práticas em governança corporativa, no contexto latino-americano. Seus objetivos são: (1) compartilhar entre si e com a comunidade mais ampla de empresas latino-americanas soluções práticas para os desafios de governança corporativa enfrentados na região; e (2) contribuir com os trabalhos da Mesa-Redonda, apresentando as opiniões e experiências de empresas que tenham empreendido reformas bem sucedidas de governança corporativa.

Sandra Guerra—Companies Circle Coordinator
sandranguerra@bettergovernance.com.br

Henry Rosenbohm—Designer
hro@rgdva.com

The Companies Circle

The Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Roundtable was launched by OECD, IFC and its founding members in May 2005. The Circle brings together leading companies with practical experience in implementing best practices in corporate governance in the Latin American context. Its goals are: (1) to share with each other and the broader community of Latin American firms practical solutions to the corporate governance challenges facing companies in the region; and (2) to contribute to the work of the Roundtable the views and experiences of companies that have successfully undertaken corporate governance reforms.

Companies Circle Contacts:

Atlas Eléctrica

Diego Artinano
diego.artinano@atlas.co.cr
Roberto Truque
roberto.truque@atlas.co.cr
www.atlas.co.cr

Buenaventura

Daniel Dominguez
ddominguez@buenaventura.com.pe
Investor Relations
www.buenaventura.com

Cementos Argos

Carlos R. Yepes
General Counsel
cyepes@grupoargos.com
www.argos.com.co

Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR)

Francisco Bulhões
francisco.bulhoes@ccrnet.com.br
Arthur Piotto
arthur.piotto@ccrnet.com.br
www.ccrnet.com.br

CPFL Energia

Marco da Camino
Ancona Lopez Soligo
Director of Corporate Governance
msoligo@cpfl.com.br
www.cpfl.com.br

Embraer

Investors Relations Department
investor.relations@embraer.com.br
www.embraer.com

Ferreyros

Mariela García de Fabbri
Gerente General Adjunto
mgarciaf@ferreyros.com.pe
www.ferreyros.com.pe

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA)

Juan David Bastidas
General Counsel
jdbastidas@isa.com.co
www.isa.com.co

Marcopolo

Paulo Conte Vasconcellos
Board Member
paulo@proxicon.com.br
José Rubens de la Rosa
Chief Executive Officer
joserubens@marcopolo.com.br
www.marcopolo.com.br

Natura

Fernando C. Mesquita
Corporate Governance Secretary
fernandomesquita@natura.net
Helmut Bossert
Investors Relations Manager
helmutbossert@natura.net
www.natura.net

NET

Marcio Minoru
minoru@netservicos.com.br
www.netservicos.com.br

Suzano

Suzano Papel e Celulose
Gustavo Poppe
IR Manager
gustavopoppe@suzano.com.br
Suzano Petroquímica
Andrea Pereira
IR Manager
andreas@suzano.com.br
www.suzano.com.br

Ultrapar

Maria Fernanda Leme Brasil
Investors Relations Manager
fbrasil@ultra.com.br
www.ultra.com.br